A GLOBALIZAÇÃO DO CAPITAL

Uma História do Sistema Monetário Internacional

APRESENTAÇÃO

1. Introdução

O prof. Eichengreen, um dos mais competentes e prolíficos economistas que têm tratado de temas ligados à economia internacional, brinda o leitor de *A globalização do capital* com uma história do sistema monetário internacional, abrangendo um período de quase um século e meio, entre 1850 e a primeira metade da década de 1990. Descrever um período tão longo em quatro capítulos (além de dois breves capítulos da Introdução e da Conclusão) exige concisão e profundo conhecimento do assunto, para concentrar-se no essencial, que são questões conceituais, deixando de lado as descrições monótonas de arranjos institucionais e de regras de funcionamento que governam as operações daquele sistema. A linguagem do livro é clara e simples, pois o autor pretendeu atingir um público bem amplo: estudantes de economia, de história e de política internacional, bem como profissionais, no governo e na iniciativa privada, interessados no tema da reforma do sistema monetário internacional. Neste sentido, o prof. Eichengreen foi bem-sucedido, pois o texto pode ser lido facilmente por todos aqueles leitores potenciais a quem ele se destina.

2. Eichengreen e a evolução do sistema monetário internacional

Os quatro principais capítulos do livro tratam da evolução do sistema monetário internacional. Inicia com o padrão ouro, de aproximadamente 1870 até o começo da Primeira Grande Guerra; discute a seguir o período entre as duas guerras mundiais, de enorme instabilidade nos mercados de câmbio e de capitais internacionais; no capítulo seguinte, o autor trata da tentativa de reconstrução e o posterior abandono do sistema monetário no pós-guerra, representado pelo Acordo de Bretton Woods de 1944; e, por fim, o penúltimo capítulo aborda a tendência crescente de adoção de regimes cambiais centrados em taxas de câmbio flutuantes e o gradual movimento no sentido da unificação monetária, sobretudo na Europa. Na visão do autor, compreender a evolução do sistema monetário internacional passa necessariamente pela análise do desenvolvimento do mercado internacional de capitais. Daí a justificativa para centralizar a organização do livro naqueles quatro capítulos principais, cada um deles correspondente a uma fase de expansão daquele mercado.

O argumento convencional para justificar a substituição, pelos países desenvolvidos, do regime de taxas de câmbio fixas pelas taxas flutuantes destaca a crescente mobilidade internacional de capitais como o principal fator a provocar aquela mudança. De 1945 a 1971, os controles sobre os fluxos de capitais permitiram uma relativa separação entre os objetivos macroeconômicos internos de cada economia nacional e o mercado cambial. Em outras palavras, governos poderiam orientar suas políticas econômicas para objetivos tais como crescimento e pleno emprego, sem se preocupar com os impactos de tais decisões sobre a taxa de câmbio, pois a limitada mobilidade de capitais permitia mudanças nesta última, sem efeitos desestabilizadores sobre os mercados. Esta possibilidade de ajustes bem-comportados nas taxas de câmbio, típicos do período de Bretton Woods, foi praticamente eliminada com o crescimento de mercados privados internacionais de capitais altamente líquidos, que tendem a se antecipar a mudanças nas taxas de câmbio, tornando mais difícil a manutenção de taxas fixas e desalinhadas. Portanto, segundo esta hipótese, a crescente mobilidade de capitais destruiu o regime de taxas fixas de câmbio.

A hipótese alternativa, defendida pelo prof. Eichengreen, começa por reconhecer que o grau de mobilidade internacional de capitais pode ser representado, ao longo do tempo, por uma curva em forma de U, isto é, ele foi relativamente elevado no regime do padrão ouro, com taxas fixas de câmbio, decresceu durante o período de instabilidade no entreguerras, quando prevaleceram a imposição de controles sobre os fluxos de capitais e o abandono, pela maioria dos países, dos compromissos vinculados ao padrão ouro. Nos vinte e cinco anos seguintes, assistiu-se ao restabelecimento da conversibilidade nas transações correntes e à gradual eliminação das restrições aos movimentos internacionais de capitais, ainda no contexto de taxas fixas, mas ajustáveis, de câmbio. O retorno a um período de elevados fluxos de capitais além-fronteiras, característico dos últimos anos, completa o ramo ascendente da curva. Este aumento na mobilidade de capitais ocorreu simultaneamente à adoção de taxas flutuantes de câmbio, como antes mencionado, mas a relação de causalidade não vai necessariamente no sentido da maior mobilidade causando o colapso do regime de taxas fixas *à la* Bretton Woods.

É interessante observar que o prof. Eichengreen apoia sua hipótese em argumentos mais de natureza política do que econômica. Segundo ele, uma das principais dificuldades para sustentar um regime de taxas fixas de câmbio em governos democráticos reside exatamente na necessidade de conciliar a manutenção de taxas fixas de câmbio, que exige equilíbrio nas contas externas, com outros objetivos macroeconômicos importantes, como o crescimento da economia e o pleno emprego. A gradual ampliação dos direitos políticos, com a disseminação do voto universal, o surgimento de movimentos sindicais fortes e de partidos políticos de bases trabalhistas são características das sociedades modernas e que levaram a um aguçamento dos conflitos entre os objetivos de estabilidade cambial e aqueles outros fins típicos dos estados voltados ao bem-estar social. Tal conflito era mínimo ou inexistia no regime de padrão ouro, dada a prevalência da estabilidade da taxa de câmbio como objetivo último, em condições de flexibilidade de preços e salários. Em contrapartida, nas sociedades atuais, a pressão por uma atuação mais forte do governo para implementar políticas sociais pode limitar a sua própria ação na defesa do equilíbrio externo, quando houver conflito entre ambos os objetivos de política econômica. Daí a tensão nos mercados de moedas e de capitais, pois estes percebem que as restrições políticas podem dificultar a atuação do governo, ou no sentido de realizar ajustes periódicos nas taxas de câmbio, ou de defender uma determinada paridade cambial, através da utilização de outros instrumentos de política econômica (como, por exemplo, via elevação da taxa de juros ou através de políticas fiscais restritivas). Nestas condições, torna-se inevitável a adoção do regime de taxas flutuantes de câmbio.

Ao longo da argumentação, o autor apresenta evidência apoiada em inúmeros exemplos históricos que procuram comprovar sua hipótese. Entre eles, citem-se as experiências de alguns países europeus (Áustria e Alemanha) de conciliar a manutenção da estabilidade cambial no regime do padrão ouro com a defesa de seus sistemas bancários; o esforço do governo francês na década de 20, no regime de câmbio flutuante, para conter os ataques ao franco, em um período de enorme instabilidade política; as tentativas do governo trabalhista inglês de manter a paridade fixa da libra esterlina em relação ao dólar em meados da década de 60; a luta do governo Nixon em preservar o compromisso de trocar dólar à taxa fixa de US$ 35 por onça de ouro, compromisso este modificado em 1971 com uma desvalorização do dólar e definitivamente abandonado em 1973, com uma segunda depreciação da moeda norte-americana; a crise do sistema monetário europeu, que determinou a saída da Inglaterra e da Itália do mecanismo de taxa de câmbio e forçou o alargamento das margens de flutuação das moedas participantes daquele dispositivo cambial.

Que dizer da experiência dos países em desenvolvimento em relação aos regimes cambiais? Embora a análise do prof. Einchengreen a este respeito seja bastante curta, suas conclusões permanecem as mesmas derivadas da observação dos países desenvolvidos. Segundo o autor, taxas de câmbio flutuantes

não são compatíveis com mercados financeiros e de capitais pouco desenvolvidos, que é a situação típica das economias em desenvolvimento. A maioria destas tendeu, portanto, a adotar regimes de taxas cambiais fixas ou administradas segundo critérios pré-definidos, protegidas por barreiras destinadas a controlar o fluxo de capitais. Estas barreiras foram se tornando ineficazes, à medida que os países tendiam a liberalizar seus mercados financeiros.

3. A experiência brasileira

No caso específico do Brasil, uma nação tipicamente devedora, pode-se notar também uma interação entre os vários regimes cambiais praticados no país e os fluxos de entrada ou saída de recursos financeiros do exterior. Assim, a crônica das mudanças cambiais brasileiras faz parte da descrição dos ciclos de endividamento externo do país. Nossas relações com o mercado internacional de capitais são quase tão antigas quanto a própria história do país como nação independente. Data de 1824 a primeira operação de captação de recursos externos, sob a forma de lançamento de obrigações pelo país, junto ao então florescente mercado de capitais londrino. Na maior parte do século XIX, correspondendo ao período de relativa estabilidade política no Império, a performance brasileira pode ser considerada exemplar, em relação à experiência de outros devedores latino-americanos. Se observarmos a lista dos maiores devedores soberanos em 1850, veremos que o Brasil já se situa entre os dez maiores deles, junto à Argentina, Austrália, Canadá, Chile, Egito, Japão, México, Rússia e Turquia. O interessante nesta relação é dela constarem grandes devedores que mais tarde se tornaram, eles próprios, nações credoras, como Austrália, Canadá e Japão. Provavelmente o Chile é o país latino-americano que está mais próximo de realizar aquela transição de importador para exportador de capital.

No entanto, as primeiras dificuldades com o serviço da dívida externa ocorreram na última década do século XIX, sob o impacto da instabilidade política interna e da queda do preço internacional do café. O país foi obrigado então a realizar um ajuste ortodoxo, com todas as seqüelas conhecidas sobre o nível de atividade econômica e emprego, seguindo condições impostas pelos credores, para voltar a ter acesso ao crédito externo. Após a Primeira Guerra Mundial, Nova York começa a disputar com Londres a função de centro financeiro mundial e o Brasil passa então a colocar seus títulos no mercado de capitais norte-americano. Como se sabe, a crise de 1929 pôs fim a este novo ciclo de inserção do Brasil no mercado, com a ocorrência de "default" parcial ou total de várias emissões latino-americanas, inclusive de títulos brasileiros.

O acesso a recursos externos só pôde ser retomado após a Segunda Guerra, e mesmo assim sob a forma de créditos de governos, agências multilaterais ou empréstimos bancários "compensatórios" para o financiamento dos desequilíbrios no balanço de pagamentos do país. Este período coincidiu com a intensificação do processo de industrialização, baseado na substituição de importações. Externamente, assistiu-se à celebração do Acordo de Bretton Woods, à entrada em funcionamento do Fundo Monetário Internacional (FMI) e instituições associadas, e à adoção das taxas fixas, mas ajustáveis, de câmbio. Ao firmar o compromisso com o FMI, o Brasil declarou uma paridade fixa de Cr$/US$ de 18,70, que permaneceu constante entre 1945 e 1950, apesar de um aumento substancial na taxa de inflação interna no período. A partir do início da década de 50, os desequilíbrios nas contas externas foram contornados através de rígidos controles quantitativos de importações, tarifas nominais elevadas (e redundantes), barreiras não tarifárias ao comércio e, sobretudo, taxas múltiplas de câmbio e mercado paralelo de dólar. Desvalorizações cambiais eram infreqüentes, porém em magnitudes elevadas.

O retorno do país ao mercado internacional de capitais só se dará a partir da segunda metade da década de 60, desta vez sob a forma de levantamento de empréstimos junto ao sistema bancário internacional privado. Rapidamente, como resultado de uma política orientada ao endividamento externo, como forma de financiar o crescimento econômico, o país se tornou o maior devedor dos bancos privados entre os países em desenvolvimento. Esclareça-se que este processo de absorção de financiamento externo foi certamente facilitado pela mudança do regime cambial brasileiro, ocorrida em agosto de 1968, com a introdução do sistema de minidesvalorizações da taxa de câmbio. Com efeito, naquela data, substitui-se um regime de taxas fixas de câmbio, que sofriam desvalorizações infreqüentes, porém elevadas, por outro que obedecia a uma regra não-escrita, com desvalorizações sensivelmente menores mas em períodos curtíssimos. Isto propiciou maior previsibilidade sobre o comportamento da taxa de câmbio e provavelmente estimulou os tomadores de recursos a se endividarem em moeda forte.

Aquela posição de liderança no tamanho da dívida acentuou-se após o primeiro choque do petróleo, quando o governo brasileiro optou mais pelo financiamento do desequilíbrio externo do que pelo ajustamento. Entretanto, as sucessivas crises de 1979, como o segundo choque do petróleo, a brusca elevação da taxa internacional de juros e a recessão nos países desenvolvidos, além da moratória mexicana de 1982, encerraram esta fase de financiamento bancário voluntário, com o abrupto corte de financiamento pelos credores. Iniciou-se então um longo e desgastante processo de negociação com

os bancos privados, com a participação indireta de agências financeiras multilaterais e órgãos governamentais dos países desenvolvidos, com a finalidade de assegurar, ano a ano, financiamento "não-voluntário" para as contas cambiais brasileiras.

Entretanto, o congelamento da taxa de câmbio durante o Plano Cruzado, em 1986, associado às políticas macroeconômicas fortemente expansionistas, provocou uma evaporação das reservas cambiais brasileiras e levou à decretação da moratória da dívida externa, em fevereiro de 1987. No mercado cambial, retornou-se ao sistema de minidesvalorizações diárias, acompanhando agora a inflação corrente e em linha com a taxa diária de juros no mercado monetário.

Após 1991, o Brasil iniciou um terceiro ciclo de endividamento, levantando recursos junto a credores privados internacionais, predominando novamente os empréstimos diretos, sob a forma de emissão de bônus dos setores público e privado e sua colocação principalmente junto a investidores institucionais nas economias desenvolvidas. Na verdade, juntamente com outros países em desenvolvimento, o Brasil beneficiou-se da enorme disponibilidade de recursos existentes nos mercados financeiros internacionais e da tendência à baixa na taxa de juros nos Estados Unidos. A absorção de empréstimos e investimentos externos acentuou-se a partir de dois eventos significativos: o sucesso do Plano Real em reduzir a taxa de inflação e a normalização das relações financeiras internacionais, possibilitada pela renegociação, em abril de 1994, da dívida externa, dentro das diretrizes do Plano Brady.

A crise mexicana no final de 1994 levou o Brasil a introduzir o regime de bandas cambiais em março de 1995, juntamente com um sistema de controle dos fluxos de capitais de curto prazo. De 1997 em diante, a taxa de câmbio passou a funcionar como âncora do programa de estabilização, passando o Brasil a operar dentro de um regime cambial que o prof. Eichengreen denominou no seu Prefácio à edição brasileira de taxa de câmbio flexível. A política monetária sujeitava-se à tirania do *coupon* cambial, pois sua única função restringia-se a gerar uma taxa interna de juros suficientemente alta para atrair empréstimos externos, os quais permitiam a manutenção da taxa de câmbio dentro do intervalo de flutuação fixado.

Para funcionar bem, a regra cambial precisaria contar com uma disponibilidade ilimitada de financiamento externo e não encontrar resistências internas. Estas últimas se intensificaram pois a política monetária restritiva provocava recessão no setor privado, contribuía para valorizar a taxa de câmbio, aumentando, portanto, o déficit em transações correntes, além de tornar mais caros os encargos financeiros da dívida pública interna. Do lado

externo, dois terremotos sacudiram a economia internacional e minaram as linhas de defesa do real: a crise asiática do segundo semestre de 1997 e a crise russa um ano depois. A resposta brasileira ao primeiro daqueles choques foi no sentido de manter a banda cambial, mas o país foi obrigado a abandonar aquele mecanismo quando a decisão russa de decretar moratória nas dívidas externa e interna provocou uma reação nervosa dos credores e uma pressão insustentável sobre o real. Entre agosto de 1988 e fevereiro de 1999, o Brasil perdeu US$ 31,8 bilhões de reservas cambiais, o que equivalia a 62% do saldo existente no final de 1997. Em 15 de janeiro de 1999, embora o país contasse com um substancial volume de recursos da comunidade financeira internacional, para sustentação do regime cambial, ele foi levado a adotar o sistema de taxa de câmbio flutuante, encerrando-se assim a curta experiência com a taxa de câmbio flexível.

O breve sumário da experiência brasileira sugere que as várias mudanças cambiais ocorridas no país estiveram associadas às alterações na disponibilidade de recursos financeiros internacionais para financiamento de desequilíbrio nas contas externas. Como preço de um ativo, a taxa de câmbio sempre foi mais afetada por movimentos nas contas de capitais do que por fluxos de produtos, principalmente em uma economia como a brasileira, na qual o coeficiente de abertura financeira foi e continua sendo bem maior do que aquele vinculado às transações comerciais. Desta forma, confirma-se a associação entre alterações na taxa de câmbio e fluxos de capitais.

Extrai-se também da história brasileira recente uma outra lição, cara à suposição central de Eichengreen: não se pode rejeitar a hipótese de que dificuldades de conciliar objetivos econômicos e políticos incompatíveis tivessem provocado a substituição do regime cambial, com a adoção da taxa flutuante. Em certo sentido, pode-se dizer que o câmbio flutuante nos liberou da impaciência dos credores e de seu pouco conhecimento sobre o país, da mesma maneira que libertou o Banco Central da necessidade de orientar a política monetária exclusivamente para objetivos de balanço de pagamentos. Para finalizar, repetindo Eichengreen, pode-se dizer que, no Brasil como em quase todos os países, a maior flexibilidade cambial provavelmente veio para ficar.

Alkimar R. Moura[1]

[1] Professor de Economia da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo. O autor agradece os comentários de Edmar Bacha e Ernesto Losardo a uma primeira versão do texto.

PREFÁCIO À EDIÇÃO BRASILEIRA

Sou grato à Editora 34 por ter decidido tornar este livro, cuja primeira edição é de 1996, disponível a um público de língua portuguesa. Seu tema — a fragilidade das taxas de câmbio fixas em um mundo de alta mobilidade do capital e democrático — não surpreenderá o leitor brasileiro. A alta mobilidade do capital, que é um fato da vida econômica e financeira no início do século XXI, exige dos governos que subordinem todas as demais metas de política econômica à estabilização da taxa de câmbio. Porém, a democracia de massas, que é — felizmente e cada vez mais — um fato da vida política, torna extremamente difícil para os governos comprometer-se, e manter a credibilidade, com essa subordinação de todas as demais metas políticas à estabilização da taxa de câmbio. Os especuladores financeiros estão cientes dessa realidade, e a liquidez dos mercados financeiros lhes dá ampla oportunidade de testar as decisões das autoridades. As conseqüências são óbvias: os governos estão sendo forçados a abandonar as paridades fixas, bandas cambiais e faixas de referência para taxas de câmbio em favor de *currency boards*, *à la* Argentina, caso em que se abandonou de uma vez por todas a autonomia monetária, e assim foram removidas todas as questões relativas à sua decisão de estabilizar a taxa, ou em favor de um câmbio flutuante mais livre, como em meu próprio país, os Estados Unidos.

Este livro, originalmente publicado em 1996, trata desses pontos. Ele revela o ímpeto da história monetária do século XX, culminando na crise européia de 1992-93 e a crise "Tequila", de 1994-95. A segunda edição, lançada em 1998, atualiza a história com a crise da Ásia. Os anos 90, conforme os analiso aqui, insistem na questão de que regimes cambiais "intermediários" são frágeis e propensos a crises num mundo com alta mobilidade do capital. A história recente deixou claro, se já não era claro antes, que os países serão forçados a abandonar, em massa, as taxas variáveis em favor de paridades imutáveis ou fluxos mais livres. Desde que foi escrito, onze membros da União Européia optaram pela primeira alternativa, formando uma união monetária que fixa as taxas intra-européias de uma vez por todas. A Argentina reafirmou seu compromisso com o câmbio fixo, contemplando inclusive a adoção do dólar. Outros países europeus, menos enamo-

rados da união monetária (o Reino Unido e a Suécia, por exemplo), optaram em vez disso por uma maior flexibilidade da taxa de câmbio, como os países da crise do leste asiático.

Será evidente como o Brasil entra neste quadro. Ao final de 1998, o Brasil estava entre as poucas grandes economias abertas aos fluxos financeiros internacionais, e ainda continuava tentando sustentar uma taxa de câmbio flexível. (A maioria das outras grandes economias que continuaram com taxas fixas, principalmente a China, o fizeram por trás da proteção de controles do capital.) Como resultado da alta mobilidade do capital, as taxas de câmbio fixas não puderam ser conciliadas com outras metas de política econômica doméstica. Nem mesmo a importação de um gestor de fundos *hedge* de Nova York e sua nomeação para a presidência do Banco Central foi suficiente para sustentar a paridade fixa. A democracia política impedia o governo de subordinar, mantendo a credibilidade, todas as demais metas de política à defesa do *real*: as autoridades em Brasília não podiam ditar as políticas fiscais necessárias para a defesa da taxa fixa ao governador de Minas Gerais. Pode parecer uma simples constatação do ocorrido, mas acho impossível deixar de observar o fato de que a crise brasileira, senão seu *timing*, era previsível a partir dos argumentos contidos neste livro.

O problema que persiste é que nem mesmo um regime cambial "extremo" — uma taxa fixa ou livre flutuação — constitui uma solução feliz para os mercados emergentes. Não só as taxas flutuantes tendem a ser voláteis, como também a transição da paridade fixa para o regime de flutuação pode causar choques para a confiança e precipitar uma recessão. Ao mesmo tempo, países que optam pela outra alternativa, uma taxa de câmbio mais rígida, como no caso da Argentina, expõem-se aos efeitos desestabilizadores das flutuações da moeda em países vizinhos. O Brasil foi pioneiro na solução do primeiro destes dois problemas, desenvolvendo uma estrutura alternativa para a política monetária. Possuir uma alternativa é essencial; apenas no caso de as autoridades elaborarem uma estratégia operacional alternativa para a política monetária os investidores terão confiança no fato de que uma taxa de câmbio mais flexível não significa que o governo tenha perdido toda a disciplina monetária e fiscal. A alternativa óbvia é mirar a inflação. Uma política explícita de metas para a inflação, na qual as autoridades especificam seu alvo, descrevem o modelo no qual baseiam seus esforços para o atingir e publicam suas previsões de inflação, assegura aos investidores que a política monetária será formulada de maneira estável e coerente, não apenas no momento, mas também no futuro. E se os investidores confiam que a política monetária será formulada de modo consistente não apenas no momento mas

também no futuro, a volatilidade da taxa de câmbio será menor. O choque na confiança causado pela âncora cambial sendo minimizado, a fuga de capitais e a severidade da recessão posterior à desvalorização também serão menores. Os defensores do câmbio questionaram, por muito tempo, se o sistema de metas para a inflação era exeqüível em mercados emergentes e se isso traria os benefícios anunciados. A experiência brasileira desde o início de 1999 tirou tais objeções do caminho.

Infelizmente, o Brasil não conseguiu uma solução pioneira também para o segundo problema, a saber, o fato de que os países que optaram por uma taxa cambial mais rígida pudessem achar difícil cooperar com as flutuações da moeda em economias vizinhas. Um peso argentino atrelado ao dólar e um *real* brasileiro flutuando contra ele não são, evidentemente, compatíveis com uma continuada integração econômica e financeira no Cone Sul, e em particular com os subseqüentes desenvolvimentos do Mercosul. Isso ficou patente em 1999. Uma vez que o Brasil absorve mais de 30% das exportações da Argentina, a desvalorização do *real* desferiu um golpe muito pesado na economia Argentina. Os produtores argentinos pediram proteção contra as importações baratas do Brasil, enquanto os exportadores argentinos pediram compensações por sua perda de competitividade. O Mercosul esteve sob ataque. Flutuações da moeda são garantia de tensões posteriores. Em particular, se a Argentina se dolarizar enquanto o Brasil continuar com o câmbio flutuante, não é seguro que o Mercosul vá sobreviver.

Não há uma saída fácil para esse dilema. A unificação monetária, como na Europa, não é uma perspectiva realista no curto prazo, mesmo que a idéia de uma única moeda para o Mercosul tenha sido sugerida pelo presidente Menem da Argentina, em 1997, e pelo ex-ministro da fazenda Domingo Cavallo, em 1999. Porém a Argentina relutaria em ser uma acionista minoritária numa união monetária com o Brasil, enquanto o Brasil, por sua vez, se mostraria relutante em se atrelar ao dólar norte-americano ou mesmo a uma cesta contendo o dólar, o iene e o euro, devido ao trauma de sua crise recente. A união monetária com os Estados Unidos, com a Argentina e o Brasil recebendo cargos na diretoria do Fed, certamente teria seus atrativos, mas como nós dizemos nos Estados Unidos, "it ain't gonna happen" ["isto não vai acontecer"]. Mesmo se o Brasil estivesse interessado em comprometer dessa forma sua soberania, o Congresso norte-americano não seria tão aberto assim. Dessa forma, o Brasil, ao abandonar o câmbio flutuante pela taxa flutuante e o sistema de metas para a inflação, removeu a ameaça imediata da crise, e assim resolveu um dos dilemas fundamentais descritos neste livro. Contudo, uma solução para o outro dilema fundamental ainda

não foi encontrada. Espera-se que quando a próxima edição vier à luz, as autoridades econômicas brasileiras, mais uma vez, já tenham indicado o caminho.

Barry Eichengreen
Berkeley, fevereiro de 2000

PREFÁCIO

Esta história do sistema monetário internacional é curta em dois dos sentidos da palavra. Primeiro, eu me concentro em um curto período: o século e meio desde 1850 até hoje. Embora muitos dos acontecimentos que descrevo tenham raízes em eras anteriores, para extrair suas implicações necessito considerar apenas esse período relativamente breve. Segundo, procurei escrever um livro curto enfatizando um material temático, em vez de descrever os acordos monetários internacionais em detalhes exaustivos. Seus quatro capítulos principais foram escritos para que pudessem ser digeridos em quatro sessões de leitura, analogamente às quatro palestras que os originaram.

Tento falar para diversos públicos. Um deles é o de estudantes de economia que busquem conteúdo histórico e institucional para dar substância aos esquemas teóricos que encontram em seus livros de texto. Aqui eles encontrarão referências a conceitos e modelos comumente encontrados na literatura macroeconômica e de economia internacional. Um segundo público, os estudantes de história, encontrarão conceitos e metodologias históricas familiares. Espero que o público leitor mais amplo interessado em *reforma monetária* e consciente de que a história do sistema monetário internacional continua a moldar o funcionamento desse sistema e suas perspectivas futuras também julgue este material acessível. Para facilitar a compreensão dos temas, esses leitores encontrarão um glossário de termos técnicos ao final do texto: os verbetes no glossário são impressos em itálico na primeira vez em que aparecem no texto.

Este manuscrito teve origem nas Palestras Gaston Eyskens na Universidade Católica de Leuven. Pelo amável convite, agradeço a meus amigos do Departamento de Economia de Leuven, em especial Erik Buyst, Paul De Grauwe e Herman van der Wee. No Departamento de Pesquisas do Fundo Monetário Internacional e na Divisão de Finanças Internacionais do Conselho de Governadores do Federal Reserve System encontrei um ambiente hospitaleiro que facilitou as revisões. Será evidente até mesmo para o leitor casual que as opiniões expressas aqui não são necessariamente aquelas de meus anfitriões institucionais.

Diz-se, comumente, que os progressos na economia ocorrem através de

um processo cumulativo no qual os estudiosos se apóiam no trabalho de seus predecessores. Isto, porém, é pouco freqüente em nossa época, quando os textos didáticos contêm poucas referências a quaisquer livros e artigos escritos há mais de dez anos. Nesta obra, espero que as notas de rodapé deixem claro o grau de minha dívida em relação aos estudiosos que me antecederam. Isto não deve deixar em segundo plano minha dívida também para com meus contemporâneos, aos quais devo, entre outras coisas, agradecimentos por comentários sobre as versões anteriores do texto. Por sua paciência e críticas construtivas, quero agradecer a Michael Bordo, Charles Calomiris, Richard Cooper, Max Corden, Paul De Grauwe, Trevor Dick, Marc Flandreau, Jeffry Frieden, Giulio Gallarotti, Richard Grossman, Randall Henning, Douglas Irwin, Harold James, Lars Jonung, Peter Kenen, Ian McLean, Jacques Melitz, Alan Meltzer, Martha Olney, Leslie Pressnell, Angela Redish, Peter Solar, Nathan Sussman, Pierre Sicsic, Giuseppe Tattara, Peter Temin, David Vines e Mira Wilkins. Eles devem ser absolvidos da responsabilidade por erros remanescentes no texto final, que são apenas um reflexo da obstinação do autor.

Berkeley, Califórnia
Fevereiro de 1996

1. INTRODUÇÃO

O sistema monetário internacional é a cola que mantém ligadas as economias dos diferentes países. Seu papel é dar ordem e estabilidade aos mercados cambiais, promover a eliminação de problemas de balanço de pagamentos e proporcionar acesso a créditos internacionais em caso de abalos desestruturadores. As nações sentem dificuldade para explorar com eficiência os benefícios do comércio e de empréstimos externos quando não dispõem de um mecanismo monetário internacional funcionando adequadamente. Independentemente de esse mecanismo estar funcionando mal ou bem, é impossível compreender o funcionamento da economia internacional sem também compreender o seu sistema monetário.

Uma história do desenvolvimento do sistema monetário internacional é também, necessariamente, um apanhado do desenvolvimento dos mercados de capital mundiais. Por essa razão, este livro foi organizado em quatro partes, cada qual correspondendo a uma era no desenvolvimento dos mercados de capital mundiais. Antes da Primeira Guerra Mundial, não existiam controles sobre as transações financeiras internacionais e os fluxos de capital internacionais alcançavam níveis elevados. O período entre as guerras mundiais assistiu ao colapso desse sistema, à imposição generalizada de *controles de capital* e ao declínio no movimento internacional de capitais. O quarto de século seguinte à Segunda Guerra Mundial foi, então, marcado pelo progressivo relaxamento dos controles e pela recuperação gradual dos fluxos financeiros internacionais. O período mais recente — a partir da década de 70 — assinala novamente uma fase de elevada mobilidade do capital.

O padrão em forma de U descrito ao longo do tempo pelo nível de mobilidade do capital internacional está em clara contradição com a explicação predominante para a mudança de *taxas de câmbio* fixas para taxas flexíveis ocorrida após 1971. Segundo essa análise, as taxas cambiais fixas foram viáveis no primeiro quarto de século após a Segunda Guerra Mundial em virtude da mobilidade limitada do capital financeiro, e a subseqüente mudança para taxas flutuantes teria sido uma conseqüência inevitável dos crescentes fluxos de capital. De acordo com o sistema resultante do Acordo de Bretton Woods, que prevaleceu de 1945 até 1971, os controles afrouxaram as restri-

ções sobre as políticas econômicas. Isso permitiu aos formuladores de política definir objetivos domésticos sem desestabilizar a taxa de câmbio. O afrouxamento dos controles proporcionou o alívio necessário para promover, controladamente, mudanças na taxa de câmbio. Mas a eficácia dos controles foi prejudicada, no pós-guerra, pela reconstrução da economia internacional e pelo desenvolvimento de novos mercados e tecnologias no comércio internacional. O crescimento dos mercados financeiros internacionais, caracterizados por elevada liquidez e nos quais a escala das transações era muitíssimo superior à das *reservas internacionais* oficiais, tornou praticamente impossível promover, de modo ordenado, os ajustes nas paridades fixas. Não apenas a condução de discussões antes da implementação de novas regras poderia alarmar os mercados e disparar uma movimentação incontrolável de fluxos de capital, como também o anúncio de uma desvalorização, depois dos necessários desmentidos, poderia comprometer a reputação das autoridades por sua anterior defesa do câmbio fixo. Assim, ao mesmo tempo em que aumentou o custo da manutenção de taxas cambiais fixas, resultou também mais difícil ajustá-las. A adoção do câmbio flutuante foi a conseqüência inevitável.

O problema resultante desse desdobramento, como ficará evidente, é que a mobilidade do capital internacional era também elevada antes da Primeira Guerra Mundial, mas isso não impediu a operação bem-sucedida com taxas de câmbio fixas sob o padrão ouro clássico. Mesmo retrospectivamente, um exame da história do período revela que mudanças no grau de mobilidade do capital não constituem, em si mesmas, uma explicação adequada para a mudança de taxas fixas para flutuantes.

O que foi crítico para a manutenção de taxas de câmbio fixas — é o que defendo neste livro — foi o fato de os governos estarem protegidos de pressões no sentido de sacrificar a estabilidade das taxas de câmbio por outros objetivos. No cenário do padrão ouro no século XIX, a fonte de tal proteção estava na imunidade aos efeitos das políticas domésticas. As pressões que no século XX se exerceram sobre os governos para que subordinassem a estabilidade de suas moedas a outros objetivos não foram uma característica do século XIX. Em virtude de o direito ao voto ser limitado, os trabalhadores em geral — os que mais sofriam nos tempos difíceis — não dispunham de poder político para se opor a aumentos nas taxas de juro adotadas pelo *banco central* de um país em defesa da taxa fixa para sua moeda. Tanto os sindicatos como os partidos trabalhistas parlamentares não haviam se desenvolvido a ponto de os trabalhadores poderem insistir em que a defesa da taxa de câmbio fosse temperada pela defesa de outros objetivos. A prioridade assumida pelos bancos centrais na defesa das taxas de câmbio fixas inerentes

ao padrão ouro permaneceu basicamente sem enfrentar oposição. Os governos tinham, portanto, liberdade para assumir quaisquer medidas que fossem necessárias para defender suas paridades constantes.

Com a chegada do século XX, essas circunstâncias se transformaram. Deixou de ser uma certeza que, quando houvesse um conflito entre estabilidade da moeda e pleno emprego, as autoridades optariam pela defesa do emprego. O sufrágio universal masculino e o fortalecimento dos sindicatos e dos partidos trabalhistas parlamentares colocaram a formulação de políticas monetárias e fiscais na arena político-partidária. A ascensão do estado do bem-estar social e o compromisso para com o pleno emprego no período que se seguiu à Segunda Guerra Mundial deram maior peso ao conflito entre o equilíbrio interno e externo. Essa passagem do liberalismo clássico do século XIX para o liberalismo intrínseco do século XX enfraqueceu a credibilidade do empenho das autoridades na defesa do câmbio fixo.[1]

É nesse momento que surgem os controles de capital. Eles afrouxaram o vínculo entre as políticas econômicas domésticas e externas, dando aos governos um espaço para buscar outros objetivos, como a manutenção do pleno emprego. Os governos talvez já não pudessem mais tomar quaisquer medidas necessárias para defender uma paridade constante, mas os controles de capital tornavam menos extremas as ações necessárias. Ao limitar os recursos que os mercados podiam mobilizar contra uma taxa de câmbio fixa, os controles limitavam as medidas que os governos tinham de adotar em sua defesa. Durante várias décadas após a Segunda Guerra Mundial, os limites à mobilidade do capital tomaram o lugar das limitações à democracia como base da defesa contra pressões do mercado.

Com o passar do tempo, tornou-se mais difícil aplicar os controles de capital. Na ausência tanto dos limites à mobilidade do capital como dos limites à democracia para proteger os governos das pressões do mercado, manter taxas fixas tornou-se problemático. Em resposta, alguns países passaram a praticar taxas de câmbio de flutuação mais livre, ao passo que outros, na Europa ocidental, procuraram estabilizar suas taxas de câmbio de uma vez por todas através do estabelecimento de uma união monetária.

Em determinados aspectos, essas considerações são uma elaboração sobre uma argumentação estruturada por Karl Polanyi mais de meio século atrás.[2]

[1] O termo "liberalismo intrínseco", expressando a defesa da economia de mercado temperada por um compromisso mais amplo de busca do bem-estar social e do pleno emprego, foi cunhado por John Ruggie (1983).

[2] Polyani (1944).

Escrevendo em 1944, o ano em que foi realizada a Conferência de Bretton Woods, Polanyi sugeriu que a extensão das instituições do mercado ao longo do século XIX provocou uma reação política na forma de associações e grupos de pressão que em última análise comprometeram a estabilidade do sistema de mercado. Ele atribuiu ao padrão ouro um lugar de proeminência entre as instituições do "laissez faire" em resposta às quais essa reação tinha ocorrido. E ele sugeriu que a politização das relações econômicas tinha contribuído para a derrocada do sistema monetário internacional. Em certo sentido, este livro indaga se a tese de Polanyi permanece válida cinqüenta anos depois. Poderá a história monetária internacional da segunda metade do século XX ser compreendida como o desdobramento posterior da dinâmica polanyiana, no qual a democratização entrou novamente em conflito com a liberalização econômica na forma de livre mobilidade do capital e taxas de câmbio fixas? Ou será que as recentes tendências no sentido da adoção do câmbio flutuante e da unificação monetária apontam para maneiras de compatibilizar liberdade e estabilidade nas duas esferas?

Entretanto, seria enganoso caracterizar a evolução dos arranjos monetários internacionais como sendo o resultado das respostas dos diferentes países a um conjunto comum de circunstâncias. Cada decisão nacional não foi, na verdade, independente das outras. A fonte da interdependência desses países foram as *externalidades em rede* que caracterizam os arranjos monetários internacionais. Quando a maioria de seus colegas de trabalho usa computadores pessoais compatíveis com o padrão IBM, você pode fazer o mesmo para que, quando em dificuldades, possa recorrer a outras pessoas e facilitar sua vida no mundo da informática, mesmo que exista uma alternativa tecnologicamente incompatível (por exemplo, o Macintosh, da Apple) mais eficiente quando usada isoladamente. Esses efeitos sinérgicos influenciam os custos e benefícios da preferência tecnológica de uma pessoa. (Por exemplo, eu escrevi este livro num PC, em vez de usar um Macintosh, porque essa é a tecnologia utilizada pela maioria dos meus colegas.) Analogamente, o esquema monetário internacional que um país prefere adotar será influenciado pelos arranjos adotados em outros países. Na medida em que as decisões de um país, em determinado momento, dependam de decisões tomadas por outros países em períodos precedentes, ele será influenciado pela história. O sistema monetário internacional será *função de trajetória*. Assim, um evento casual como a adoção "acidental" do padrão ouro pela Grã-Bretanha no século XVIII pôde colocar o sistema numa trajetória na qual praticamente o mundo inteiro veio a adotar esse mesmo padrão num prazo de 150 anos.

Em vista das externalidades em rede características dos esquemas monetários internacionais, a reforma dos mesmos é, necessariamente, um esforço coletivo. Mas a multiplicidade de países envolvidos implica custos de negociação. Cada governo ficará tentado a "pegar carona"*, abstendo-se de aceitar um acordo a menos que obtenha concessões. Aqueles que buscam a implementação de reformas devem dispor de alavancagem política suficiente para desencorajar esse tipo de comportamento "aproveitador". As probabilidades de aceitação de acordos crescem quando existem laços firmados através de iniciativas internacionais conjuntas, que ficariam ameaçadas em sua totalidade no caso de comportamentos conflitantes. Não é de surpreender que tais vínculos políticos e econômicos abrangentes sejam raros. Isso explica o fracasso das conferências monetárias internacionais nas décadas de 1870, 1920 e 1970. Em cada um desses momentos, a impossibilidade de alcançar um acordo para deslocar o sistema monetário de uma trajetória para outra permitiu que aumentasse sua velocidade na mesma direção. As únicas exceções importantes são a aliança ocidental durante e após a Segunda Guerra Mundial, que produziu uma excepcional solidariedade política em face das ameaças nazista e soviética — e foi capaz de estabelecer o Sistema de Bretton Woods —, e a Comunidade Européia (hoje, União Européia), que registrou um progresso notável na direção da integração econômica e política, e estabeleceu o *Sistema Monetário Europeu*.

Disso podemos deduzir que o desenvolvimento do sistema monetário internacional constitui, fundamentalmente, um processo histórico. As opções disponíveis aos países que, em determinado momento, desejam empreender reformas não são independentes dos arranjos monetários internacionais acordados no passado. E os próprios acordos firmados no passado recente refletem a influência de eventos anteriores. Tanto o atual estado de coisas como as perspectivas futuras dessa ordem em evolução não podem ser compreendidas adequadamente sem uma apreciação de sua evolução histórica.

* A expressão refere-se à dificuldade em se cobrar pelos benefícios de um bem ou serviço de caráter exclusivo. Neste caso, trata dos ganhos que alguns podem obter sem assumir os compromissos — e sacrifícios — aceitos pelas partes que negociaram um acordo [N. do T.].

2.
O PADRÃO OURO

> O estudo da história monetária anterior a 1914 freqüentemente nos leva a refletir sobre a similaridade entre as questões de política monetária então relevantes e as atuais.
>
> Marcello de Cecco, *Money and Empire*

Muitos leitores imaginarão que um sistema monetário internacional é um conjunto de acordos firmados por autoridades e especialistas, e negociados em conferências de cúpula. Os Acordos de Bretton Woods para administrar taxas de câmbio e balanços de pagamentos, que resultaram de encontros de alto nível no Hotel Mount Washington em Bretton Woods, New Hampshire, em 1944, poderiam ser tomados como um exemplo perfeito desse tipo de processo. Na verdade, acordos monetários estabelecidos por negociação internacional são exceções, e não a regra. Mais freqüentemente, tais arranjos surgiram espontaneamente como resultado de decisões individuais de países condicionados pelas decisões anteriores de seus vizinhos e, mais freqüentemente ainda, por herança histórica.

A emergência do padrão ouro clássico antes da Primeira Guerra Mundial refletiu esse processo. O padrão ouro evoluiu a partir da diversidade de padrões de "commodities" e moedas-mercadoria que surgiram antes do desenvolvimento do papel-moeda e da prática da *reserva bancária fracionária*. Seu desenvolvimento foi um dos grandes acidentes monetários dos tempos modernos. Ele deveu muito à adoção "de facto", embora acidental, pela Grã-Bretanha, de um padrão ouro em 1717, quando sir Isaac Newton, como responsável pela casa da moeda, fixou para a prata um preço em ouro excessivamente baixo, fazendo com que, inadvertidamente, desaparecessem de circulação todas moedas de prata, à exceção daquelas muito gastas e danificadas. Com a Revolução Industrial inglesa e a emergência do país, no século XIX, à condição de mais importante potência financeira e comercial do mundo, as práticas monetárias britânicas tornaram-se cada vez mais uma alternativa lógica e atraente à moeda baseada na prata para os países que procuravam desenvolver o comércio com as Ilhas Britânicas e delas obter empréstimos.

Dessas decisões autônomas de governos nacionais nasceu um sistema internacional de taxas de câmbio fixas.

Tanto o surgimento como a operação desse sistema muito deveram a condições históricas específicas. O sistema pressupunha um clima intelectual no qual os governos atribuíam prioridade à estabilidade da moeda e das taxas de câmbio. Isso pressupunha um ambiente político no qual esses governos estariam protegidos contra pressões visando orientar suas políticas para outros fins. Isso também pressupunha mercados abertos e flexíveis que articulassem os fluxos de capital e de mercadorias de maneiras que isolassem as economias de abalos na oferta e na demanda por mercadorias e financiamentos.

À época da Primeira Guerra Mundial, muitas dessas condições já haviam sido minadas pela modernização econômica e política. E ao ganhar terreno, a prática da reserva bancária fracionária havia exposto o calcanhar de Aquiles do padrão ouro. Os bancos em condições de financiar empréstimos com depósitos de seus correntistas ficavam vulneráveis a corridas dos depositantes na eventualidade de uma perda de confiança. Essa vulnerabilidade colocava em risco o sistema financeiro e criava uma justificativa para a intervenção de um emprestador de última instância. O dilema para os bancos centrais e governos passou a ser optar entre prover apenas um volume de crédito coerente com os estatutos do padrão ouro ou suprir a liquidez adicional esperada de um emprestador de última instância. O fato de que esse dilema não fez desmoronar o edifício do padrão ouro foi atribuído a sorte e às condições políticas que davam margem à prática de uma solidariedade internacional em tempos de crise.

PRÉ-HISTÓRIA

Moedas cunhadas em metais preciosos vêm sendo usadas como dinheiro desde tempos imemoriais. Ainda hoje, essa característica das moedas é, às vezes, evidente em seus nomes, que indicam a quantidade de metal precioso que elas continham no passado. A libra e o pêni ingleses originaram-se da libra e do denário romanos, ambos unidades de peso. A libra como unidade de peso permanece familiar às populações de língua inglesa, e o pêni como uma medida de peso sobrevive na gradação de pregos.[1]

A prata foi a moeda predominante durante toda a Idade Média e persistiu até a era moderna. Outros metais eram muito pesados (como o cobre) ou muito leves (como o ouro) quando fundidos em moedas de um valor con-

[1] Uma introdução a esse tópico, onde é explorado com maior detalhamento do que é possível aqui, encontra-se em Feavearyear (1931).

veniente para transações.[2] Essas dificuldades não impediram experimentações: o governo sueco, que detinha uma participação no controle da maior mina de cobre da Europa, estabeleceu um padrão cobre em 1625. Uma vez que o preço do cobre equivalia a um centésimo do preço da prata, as encorpadas moedas de cobre pesavam cem vezes mais do que as moedas de prata de igual valor; uma moeda de grande valor pesava mais de 19 quilos. Esse dinheiro não podia ser roubado porque era muito pesado para que ladrões pudessem carregá-lo, mas os volumes de dinheiro necessários para transações cotidianas precisavam ser transportados em carroças. O economista sueco Eli Hekscher descreve como o país foi levado a organizar todo o seu sistema de transportes para satisfazer essas necessidades.[3]

Embora os romanos usassem moedas de ouro, seu uso se disseminou somente nos tempos medievais na Europa ocidental — inicialmente na Itália, berço da revolução comercial do século XIII —, quando os comerciantes julgaram-nas práticas para selar grandes transações. Florins de ouro circularam em Florença, cequins ou ducados em Veneza. Moedas de ouro foram postas em circulação na França, em 1255, por Luís IX. No século XIV, o ouro já era usado em grandes transações em toda a Europa.[4] Mas a prata continuou a predominar no uso cotidiano. Em *O mercador de Veneza*, Shakespeare descreveu a prata como sendo o "pálido e vil agente entre o homem e o homem", e o ouro como o "alimento substancial de Midas". Isso mudou somente nos séculos XVIII e XIX.

Essa combinação de moedas de ouro, prata e cobre era a base para as compensações internacionais. Os residentes em um país, ao adquirir do exterior mais do que vendessem a países estrangeiros, ou ao conceder empréstimos em montante superior ao que houvessem tomado de empréstimo, acertavam as diferenças com dinheiro aceitável por seus credores. Esse dinheiro podia assumir a forma de ouro, prata ou de outros metais preciosos, exatamente como hoje um país pode fazer a compensação de um déficit em seu balanço de pagamentos através da transferência de dólares norte-americanos ou marcos alemães. Assim, o volume de dinheiro em circulação crescia no país superavitário e diminuía no país deficitário, contribuindo para zerar o déficit.

[2] Outras possibilidades estavam excluídas, porque os metais em questão não tinham durabilidade suficiente ou era muito difícil trabalhar com eles empregando as tecnologias de cunhagem disponíveis.

[3] Heckscher (1954), p. 91.

[4] Spooner (1972), cap. 1.

Será, portanto, correto sugerir — como o fazem às vezes historiadores e economistas — que o sistema monetário internacional moderno surgiu inicialmente nas décadas finais do século XIX? Seria mais exato dizer que o padrão ouro, como base das operações monetárias internacionais, surgiu após 1870. Somente então os países estabeleceram o ouro como a base para seus meios de pagamento. Foi quando estabeleceu-se firmemente o câmbio fixo baseado no padrão ouro.

Os dilemas do bimetalsimo

No século XIX, os estatutos monetários de muitos países permitiam a cunhagem e a circulação simultâneas de moedas de ouro e de prata. Esses países praticavam o que era conhecido como *padrões bimetálicos*.[5] No início do século, somente a Grã-Bretanha havia adotado plenamente o padrão ouro. Os estados alemães, o Império Austro-Húngaro, a Escandinávia, a Rússia e o Extremo Oriente praticavam padrões prata.[6] Os países que haviam adotado os padrões bimetálicos faziam o papel de ligação entre os blocos de nações que praticavam, de um lado, o padrão ouro e, de outro, o padrão prata.

Gráfico 2.1
Preço do ouro em relação à prata, 1830-1902

Fonte: Warren e Pearson (1933).

A lei monetária francesa de 1803 era representativa dos estatutos bimetálicos do país: ela exigia que a casa da moeda fornecesse moedas de curso legal a pessoas que apresentassem prata ou ouro com determinado teor de *pureza*. A proporção dos dois metais na cunhagem de uma e outra moeda era de 15,5 para 1 — ou seja, era possível obter oficialmente moedas cunhadas de igual valor contendo um certo montante de ouro ou um montante 15,5 vezes maior de prata. No pagamento de impostos e de outras obrigações contratuais, podiam ser usadas, indiferentemente, moedas de ouro ou prata.

Não era fácil manter a circulação simultânea de moedas de ouro e de prata. Na França, inicialmente, ambas circularam porque a relação de 15,5 para 1 era próxima dos preços de mercado — isto é, 15,5 onças de prata eram negociadas, no mercado, por aproximadamente uma onça de ouro. Digamos, porém, que o preço do ouro no mercado mundial subisse mais do que o preço da prata, como ocorreu no último terço do século XIX (ver gráfico 2.1). Suponhamos, então, que o preço do ouro tivesse subido a ponto de 16 onças de prata serem negociadas por apenas uma onça de ouro. Isso geraria incentivos a arbitragem. Um interessado poderia importar 15,5 onças de prata e levá-las à casa da moeda para serem cunhadas. Em seguida, poderia trocar essa moeda de prata por outra contendo uma onça de ouro. Esse ouro poderia ser exportado e trocado por 16 onças de prata nos mercados externos (uma vez que 16 para 1 era o preço lá vigente). Essa prática de arbitragem permitia não apenas recuperar o investimento como também obter meia onça extra de prata.

Enquanto a relação de preços entre um e outro metal no mercado estivesse significativamente acima da proporção de sua utilização na cunhagem das respectivas moedas, permanecia o incentivo à prática de arbitragem. Os especuladores importariam prata e exportariam ouro até que todas as moedas de ouro no país tivessem sido exportadas. (Pode-se encarar esse movimento como decorrente da *Lei de Gresham*, segundo a qual o dinheiro ruim, de prata, expulsa o dinheiro bom, de ouro.) Se, ao contrário, a relação entre os valores dos metais no mercado caísse abaixo da proporção de utilização dos mesmos na cunhagem das moedas (algo que poderia acontecer, como ocorreu na década de 1850, em conseqüência das descobertas de ouro), os especuladores importariam ouro e exportariam prata até que esta tivesse desaparecido de circulação. Ouro e prata circulariam simultaneamente apenas caso as proporções no mercado e na cunhagem permanecessem suficientemente próximas.

"Suficientemente próximas" é uma condição mais tolerante do que "idênticas". A circulação simultânea de moedas de ouro e de prata não era ameaçada

[5] Sobre as origens do termo, ver Cemuschi (1887). O bimetalismo pode envolver a circulação de quaisquer duas moedas metálicas, não apenas de ouro e de prata. Até 1772, a Suécia adotava um padrão bimetálico baseado na prata e no cobre.

[6] Considera-se que os países praticavam formalmente o padrão prata quando eles reconheciam apenas moedas de prata como a moeda corrente e cunhavam a prata livremente, porém não o ouro. Na prática, muitos desses países eram oficialmente bimetálicos, mas a proporção da cunhagem de um e outro metal estava tão em desacordo com os preços de mercado que circulavam apenas moedas de prata.

por pequenos desvios entre as proporções de mercado e de cunhagem. Uma das razões para que isso ocorresse era o fato de que os governos cobravam uma comissão nominal, denominada *brassage*, para cunhar moedas a partir de lingotes de ouro. Embora o valor da comissão variasse ao longo do tempo, na França ela era, normalmente, cerca de um quinto de 1% do valor do ouro fundido, e um pouco maior no caso da prata.[7] Era necessário que a diferença entre as proporções de mercado e de cunhagem fosse superior a esse custo para que a arbitragem fosse lucrativa. Outros fatores operavam no mesmo sentido. A arbitragem levava tempo para ser concluída; o diferencial de preços que a motivava poderia se dissipar antes que a transação fosse completada. Havia custos de transporte e de seguro: mesmo após o início do transporte por navios a vapor na década de 1820 e de trens de Le Havre para Paris na década de 1840, o transporte de metais preciosos entre Paris e Londres podia encarecer o custo em 0,5%. Esses custos estabeleciam um corredor em torno da proporção de cunhagem dentro do qual não havia vantagens na arbitragem.

O fato de em alguns países, como a França, ser possível, em qualquer momento, cunhar moedas em um ou outro metal a uma taxa de câmbio fixa operava no sentido de dar sustentação à circulação simultânea tanto do ouro como da prata. Se a oferta mundial de prata crescesse e seu preço relativo caísse, como no exemplo precedente, a prata seria importada para a França para ser cunhada e o ouro seria exportado. A parcela de moedas de prata em circulação na França cresceria. Ao absorver prata e liberar ouro, a operação do sistema bimetálico francês reduziria o suprimento de prata disponível para o resto do mundo e aumentaria os estoques de ouro, mantendo a circulação de ambos na França.

O mercado, consciente dessa característica do bimetalismo, levava-a em conta em suas expectativas. Quando o preço da prata caía até a arbitragem estar a ponto de se tornar lucrativa, os negociantes, percebendo que o sistema bimetálico estava a ponto de absorver prata e liberar ouro, compravam prata em antecipação. Assim, o patamar inferior da banda em torno da proporção bimetálica constituía um piso no qual se dava o suporte ao preço relativo do metal abundante.[8]

---

[7] A comissão de "brassage" era maior para a cunhagem de moedas de prata do que de ouro porque as moedas de prata valiam apenas uma fração do valor das moedas de ouro de mesmo peso e, portanto, exigiam, proporcionalmente, mais tempo e esforço para ser cunhadas.

[8] A tendência no sentido de que os efeitos das expectativas dos mercados resultassem em uma estabilização de uma taxa de câmbio dentro de uma banda é enfatizada por Paul Krugman (1991). Diferentes versões do modelo foram aplicadas ao bimetalismo por Stefan Oppers (1992) e Marc Flandreau (1993a).

No entanto, essa influência estabilizadora era eficaz apenas em face de pequenas variações nos estoques de ouro e prata. Grandes oscilações podiam fazer com que os países que praticavam o *bimetalismo* ficassem sem o metal que estivesse subvalorizado na casa da moeda. Não mais dispondo de estoques do metal para ser liberados, os sistemas monetários desses países deixavam de assegurar um piso de suporte para seu preço.

A Inglaterra foi palco de um dos primeiros exemplos desse tipo de comportamento. No final do século XVII, o ouro estava supervalorizado na casa da moeda. O ouro do Brasil era transportado para a Inglaterra para ser cunhado, tirando a prata de circulação. Para manter a circulação de moedas tanto de ouro como de prata, as autoridades inglesas tinham de elevar o preço da prata na casa da moeda (reduzindo, nessa proporção, o conteúdo de prata das moedas inglesas) ou reduzir o preço do ouro na cunhagem. As autoridades decidiram baixar o preço do ouro em estágios. O último desses ajustes, promovido por Newton em 1717, mostrou-se muito pequeno para manter a circulação das moedas de prata.[9] Em face da continuada produção de ouro no Brasil, a prata estava ainda subvalorizada nas casas da moeda e as grossas moedas de prata desapareceram de circulação. A adoção efetiva do padrão ouro pela Inglaterra foi reconhecida em 1774, quando se aboliu o curso forçado das moedas de prata em transações superiores a 25 libras, e em 1821, quando o mesmo se deu com relação a transações de pequena monta.

Na França, o bimetalismo continuou a reinar.[10] Napoleão elevou a proporção bimetálica de 14 1/8 para 15 1/2 em 1803, para incentivar a circulação tanto do ouro como da prata. O ouro correspondia, inicialmente, a cerca de um terço do meio circulante francês. Em seguida, porém, o preço de mercado do ouro subiu e, ao ficar subvalorizado na casa da moeda, ele desapareceu de circulação. A Holanda e os Estados Unidos elevaram suas relações de cunhagem em 1816 e 1834, atraindo ouro e liberando prata, o que provocou uma queda ainda maior do preço da prata no mercado. Não há um consenso entre os estudiosos sobre se o ouro desapareceu de circulação na França ou se sua participação no meio circulante francês diminuiu. O fato de que modestas quantidades de ouro continuassem a ser cunhadas na Fran-

---

[9] A brilhante reputação de Newton não é manchada por esses eventos. Em seu relatório sobre a moeda, ele havia sugerido a monitoração dos preços de mercado dos dois metais e, caso necessário, baixar ainda mais o preço do ouro, mas ele se aposentou antes de ter condições de implementar sua recomendação.

[10] Uma introdução à história monetária francesa nesse período encontra-se em Willis (1901), cap. 1.

ça sugere que algum volume dessas moedas continuou a circular. No entanto, mesmo aqueles que insistem em que o ouro foi usado como "dinheiro miúdo pelos ricos" reconhecem que o meio circulante francês baseava-se, cada vez mais, na prata.[11]

As descobertas de ouro na Califórnia em 1848 e na Austrália em 1851 resultaram em um aumento da ordem de dez vezes na produção mundial de ouro. Com a queda em seu preço de mercado, o ouro era transportado para a França, onde a casa da moeda se dispunha a adquiri-lo a um preço fixo. A prata francesa, que estava subvalorizada, escoou para o Extremo Oriente, onde predominava o padrão prata. Quando foram descobertos depósitos de prata em Nevada, em 1859, e foram desenvolvidas novas tecnologias para extrair o metal de minérios com baixos teores do metal, o fluxo inverteu seu sentido, ou seja, o ouro passou a sair da França, e a prata começou a entrar no país. A violência dessas oscilações intensificou a insatisfação com o padrão bimetálico, levando o governo francês a promover uma série de investigações e debates para examinar as questões monetárias entre 1857 e 1868.

Nos Estados Unidos, origem de muitos desses abalos nos mercados mundiais do ouro e da prata, a manutenção de uma circulação bimetálica era ainda mais difícil. Durante o primeiro terço do século XIX, a proporção de cunhagem era de 15 para 1 (uma herança da Lei da Cunhagem de 1792), portanto mais distante da "relação de mercado" do que na França, e somente moedas de prata estavam em circulação. Quando, em 1834, a proporção foi elevada para aproximadamente 16 para 1, o ouro forçou a substituição da prata.[12]

A atração do bimetalismo

Em vista da dificuldade de operacionalizar o padrão bimetálico, sua persistência na segunda metade do século XIX causa perplexidade ao analista. Isso é particularmente verdadeiro diante do fato de que nenhuma das explicações comumente citadas para a persistência do bimetalismo é inteiramente satisfatória.

[11] M. C. Coquelin (1851), citado em Redish (1992).

[12] A bibliografia sobre os Estados Unidos registra o mesmo debate que ocorreu na França: se os dois metais circularam lado a lado durante um período significativo. Ver Laughlin (1885). Robert Greenfield e Hugh Rockoff (1992) defendem que o bimetalismo deu lugar a um monometalismo alternante, ao passo que Arthur Rolnick e Warren Weber (1986) concluem que ambos os metais poderiam circular simultaneamente, e que isso efetivamente ocorreu.

Uma teoria, proposta por Angela Redish, sugere que até o advento das máquinas a vapor o padrão ouro não era tecnicamente viável.[13] A menor moeda de ouro prática para ser utilizada entre pessoas tinha um valor muito alto para transações quotidianas. Valendo o equivalente à remuneração por vários dias de trabalho, não tinha, praticamente, qualquer utilidade para um trabalhador. Sua circulação tinha de ser suplementada por moedas de prata, menos valiosas, como no cenário do padrão bimetálico, ou por moedas representativas cujo valor legal excedia o valor de seu conteúdo metálico, como terminou por ser a prática sob o padrão ouro. Mas a circulação de moedas representativas criou um incentivo à fabricação de moedas falsas feitas de um metal cujo valor de mercado era menor do que seu valor de face. Em virtude da utilização de prensas manuais acionadas por uma alavanca giratória, era difícil produzir uma cunhagem regular, sendo, portanto, difícil detectar falsificações. Imagina-se que a dificuldade de impedir a ação de falsários tenha desencorajado a utilização de moedas representativas e retardado a adoção do padrão ouro até a segunda metade do século XIX, quando prensas a vapor capazes de produzir moedas com alta precisão foram instaladas nas casas da moeda.[14] A Inglaterra, por exemplo, sofreu uma escassez crônica de moedas de pequeno valor e viveu uma onda desenfreada de falsificações. Em 1816, as oficinas de cunhagem britânicas foram equipadas com prensas a vapor e as moedas de prata correntes para pequenas transações foram abolidas num prazo de cinco anos.[15]

Embora essa teoria ajude a explicar o entusiasmo pelo bimetalismo anterior à década de 1820, ela não pode responder pelo posterior atraso na mudança para o ouro. Os fortes vínculos de comércio de Portugal com a Grã-Bretanha levaram os portugueses a acompanhar os britânicos na adoção do padrão ouro em 1854, mas outros países esperaram meio século ou mais. Naturalmente, era necessário experiência para dominar as novas técnicas de cunhagem; os franceses levaram anos testando as prensas a vapor antes de

[13] Ver Redish (1990).

[14] Outra alternativa era o monometalismo baseado na prata, embora o peso das moedas impusesse maiores custos sobre grandes transações. Além disso, contemporâneos como o economista político inglês David Ricardo acreditavam que os progressos nos campos da química e da mecânica eram mais aplicáveis à mineração da prata do que do ouro, condenando à inflação os países que haviam adotado o monometalismo baseado na prata. Ricardo (1819), pp. 360-1, citado em Friedman (1990), p. 101.

[15] Feavearyear (1931) descreve as fracassadas tentativas da Grã-Bretanha de adotar, anteriormente, a cunhagem de moedas representativas.

finalmente instalarem uma delas para a cunhagem de moedas, na década de 1840.[16] Ainda assim, a França continuou apegada ao bimetalismo até a década de 1870.

Uma segunda explicação é que fatores políticos impediram a desmonetização da prata. O suporte ao preço da prata decorrente da criação de um uso monetário para o metal fomentou sua produção. Isso levou ao desenvolvimento de um vigoroso interesse mineiro que exerceu pressões contra a desmonetização. A suplementação do meio circulante de ouro com um estoque adicional de moedas de prata prometia também aumentar o montante global de dinheiro em relação ao que existiria se todo o dinheiro fosse baseado em ouro, beneficiando aqueles com dívidas não reajustáveis. Com freqüência, os beneficiários eram os agricultores. Como observou David Ricardo, os produtores rurais, mais que qualquer outra classe social, beneficiavam-se com a inflação e sofriam com um declínio no nível de preços, porque eles estavam amarrados ao pagamento de hipotecas e outros compromissos fixados em termos nominais.[17]

Entretanto, embora o declínio continuado do poder econômico e político da classe agrária de Ricardo possa explicar em parte o enfraquecimento das pressões em defesa da prata, ele não explica como o afastamento do bimetalismo se deu nesse particular momento na Europa continental. E não há muitas evidências de que o debate monetário fosse dominado pelo conflito entre os interesses agrário e fabril, ou de que qualquer dos dois grupos se apresentasse como uma frente unificada. Marc Flandreau pesquisou os registros de audiências e investigações oficiais sobre questões monetárias realizadas em países europeus nas décadas de 1860 e 1870 sem encontrar grandes evidências de que os fazendeiros, em bloco, exercessem pressões para a manutenção da prata, ou de que os industriais a ela se opusessem monoliticamente.[18] Havia disputas e manobras políticas em torno do padrão monetário, mas as divisões eram mais complexas do que poderiam ser expressas em termos de "urbano *versus* rural" ou "agrário *versus* industrial".[19]

Se não esses fatores, o que, então, foi responsável pela persistência do

[16] Ver Thuillier (1983).

[17] Ricardo (1810), pp. 136-7.

[18] Ver Flandreau (1993b).

[19] Jeffry Frieden (1994) identifica uma diversidade de clivagens setoriais em relação ao padrão monetário, enfatizando a distinção entre produtores de bens comerciáveis e não-comerciáveis.

bimetalismo e pelo atraso na adoção do ouro? O bimetalismo foi mantido em vigor pelo tipo de externalidades em rede descritas no Prefácio a este livro.[20] Havia vantagens na manutenção dos mesmos arranjos monetários internacionais adotados por outros países. Essa prática simplificava o comércio. Isso era evidente no comportamento da Suécia, um país que adotara o padrão prata, mas que estabelecera um sistema paralelo, baseado no ouro, para compensar as transações com a Grã-Bretanha. Um padrão monetário comum facilitava a tomada de empréstimos no exterior: isso era evidente no comportamento da Argentina, um país devedor que realizava seus pagamentos internacionais com ouro apesar de, em suas transações domésticas, utilizar papel-moeda não conversível. E a prática de um padrão comum minimizava a confusão provocada pela circulação interna de moedas cunhadas em países vizinhos.

Portanto, as desvantagens do sistema vigente tinham de ser acentuadas antes que houvesse um incentivo para abandoná-lo. Nas palavras de um diplomata holandês, enquanto a Holanda permanecesse financeira e geograficamente entre a Alemanha e a Grã-Bretanha, ela tinha um incentivo para se conformar às práticas monetárias de seus vizinhos.[21] Foram necessários abalos que estilhaçassem a solidariedade do bloco de países praticantes do bimetalismo para que aquele incentivo deixasse de prevalecer. Por fim, tais abalos ocorreram com a disseminação da Revolução Industrial e com a rivalidade internacional que culminou com a Guerra Franco-Prussiana. Até então, as externalidades em rede mantiveram a prática do bimetalismo.

O advento do padrão ouro

O terceiro quartel do século XIX foi marcado por tensões crescentes no sistema bimetálico. A Grã-Bretanha, que havia adotado o padrão ouro em grande medida por acidente, emergiu como a maior potência industrial e comercial do mundo. Portugal, que tinha uma forte relação de comércio com a Grã-Bretanha, adotou o padrão ouro em 1854. Subitamente, surgiu a perspectiva de que o mundo ocidental poderia se fracionar em blocos praticando padrões baseados em ouro e prata ou em ouro e bimetalismo.

[20] Além disso, na próxima vez em que se declarassem firmes na defesa de suas moedas, os governos que haviam modificado seu padrão monetário mediante a desmonetização da prata poderiam não desfrutar da confiança dos mercados. Assim, aspectos vinculados à reputação governamental contribuíram para manter o padrão bimetálico, assim como ocorre com todos os sistemas monetários.

[21] Citado em Gallarotti (1993), p. 38.

O continente europeu, enquanto isso, experimentou crescentes dificuldades para operar seu padrão bimetálico. O crescimento das transações internacionais, uma conseqüência das reduções tarifárias da década de 1860 e da queda nos custos de transporte, resultou em um aumento na circulação de moedas de prata estrangeiras em muitos países. Com a adoção das máquinas a vapor na cunhagem das moedas, a maioria destas era constituída de moedas representativas. Em 1862, depois de sua unificação política, a Itália adotou uma reforma monetária contendo provisões que contemplavam a emissão de moedas de prata de pequena denominação com 0,835 de pureza (cujo conteúdo de metal correspondia a apenas 83,5% de seu valor legal; ver *pureza* no Glossário). As pessoas usavam moedas italianas quando possível e entesouravam suas moedas francesas, mais valiosas (que tinham grau 0,9 de pureza). Com essa prática, surgiu a ameaça de a França ser inundada com dinheiro italiano e de o dinheiro francês ser expulso de circulação. Em resposta, a França reduziu o grau de pureza de suas moedas de pequeno valor de 0,9 para 0,835 em 1864. Enquanto isso, porém, a Suíça adotou um grau 0,8 de pureza e as moedas suíças, por sua vez, ameaçaram expulsar o dinheiro francês, italiano e belga de circulação.[22]

Conscientes de sua interdependência, os países afetados reuniram-se em uma conferência internacional em 1865 (a primeira de diversas conferências sobre a mesma questão realizadas durante o quarto de século seguinte).[23] A Bélgica foi responsável por grande parte das iniciativas para a realização do encontro, uma vez que as moedas belgas haviam praticamente desaparecido de circulação no país. O resultado foi a formação da União Monetária Latina. O acordo criando a União obrigava a Bélgica, França, Itália e Suíça (com a posterior adesão da Grécia) a padronizar a cunhagem de suas moedas de prata na base de 0,835.[24] A Grã-Bretanha foi convidada a participar, porém não aceitou. Uma legislação regulamentando a adoção da resolução foi aprovada

[22] Uma introdução a esta história é apresentada por de Cecco (1974).

[23] O relato mais abalizado sobre estas conferências é ainda Russell (1898).

[24] Os outros acordos monetários formais de importância foram a União Monetária Escandinava, estabelecida em 1873, em resposta à decisão da Alemanha de abandonar o padrão prata e adotar o padrão ouro. Em virtude de depender da Alemanha para realizar seu comércio internacional, os membros da União Escandinava — Suécia, Dinamarca e Noruega— procuraram acompanhar seu vizinho maior. Tendo em vista o fato de que o dinheiro de cada um desses países circulava em todos os outros vizinhos (cada país reconhecia as moedas dos outros como de curso forçado), os três governos tinham um forte interesse em coordenar a mudança de padrão.

pelo Congresso norte-americano, uma instituição que demonstrava considerável simpatia pela cunhagem da prata. Mas os Estados Unidos estavam apenas começando a se recuperar de uma guerra civil financiada por emissões de papel-moeda não conversível ("greenbacks") e não estava, por isso, em condições de colocar em prática essas decisões (ver *conversibilidade* no Glossário).

Essa posição delicada foi abalada por uma série de impactos. A deflagração da Guerra Franco-Prussiana obrigou a França, Rússia, Itália e o Império Austro-Húngaro a suspenderem a conversibilidade. A Grã-Bretanha tornou-se uma ilha de estabilidade monetária. Repentinamente, já não havia mais clareza sobre que forma o sistema monetário do pós-guerra viria a assumir.

A Alemanha fez pender a balança. Uma vez que no Império Austro-Húngaro e na Rússia em vez de prata circulava papel-moeda não conversível, o padrão prata não proporcionava qualquer vantagem no comércio dos alemães com o Leste. De qualquer forma, foi o mercado britânico, organizado em torno do ouro, e não o da Europa oriental, que registrou a expansão mais rápida nos primeiros dois terços do século XIX. Uma parcela significativa do comércio alemão era financiada em Londres por créditos denominados em libras esterlinas, e portanto estáveis em termos do ouro. O estabelecimento do Império Alemão fez diminuir a relevância dos aspectos vinculados à reputação e credibilidade; o velho sistema monetário podia ser ignorado, encarado como um mecanismo do regime anterior, o que permitiu ao governo abolir a cunhagem ilimitada da prata sem dano à sua reputação.

A indenização paga pela França à Alemanha em decorrência da derrota dos franceses na Guerra Franco-Prussiana constituiu-se na base do marco, a nova unidade monetária alemã baseada no ouro.[25] O Tratado de Paz de Frankfurt, assinado em 1871, obrigou a França a pagar uma indenização de 5 bilhões de francos. A Alemanha empregou o dinheiro das reparações para acumular ouro, fundindo as moedas recebidas para cunhar marcos. Simultaneamente, a Alemanha vendeu prata para comprar ouro nos mercados mundiais.[26]

Esse primeiro passo no sentido da criação de um padrão ouro internacional deu maior impulso ao processo. A Alemanha era a mais importante potência industrial da Europa continental. Berlim havia chegado ao ponto

[25] Inicialmente, as moedas de prata podiam, ainda, ser intercambiadas numa proporção de ouro-para-prata de 15,5 para 1. No entanto, somente o ouro podia ser cunhado quando desejado, e a partir de 1873, a cunhagem da prata foi limitada pelo governo imperial.

[26] A Alemanha reduziu o ritmo com que convertia seu estoque de prata em ouro para evitar provocar uma queda no preço do metal que o país estava em processo de liquidar. Ver Eichengreen e Flandreau (1996).

de rivalizar com Paris como maior centro financeiro do continente. Com essa mudança de padrão, a atratividade do ouro aumentou consideravelmente.

Os historiadores geralmente explicam a subseqüente migração para o padrão ouro citando as descobertas de prata no estado norte-americano de Nevada e em outros lugares, na década de 1850, e a liquidação do metal por parte da Alemanha.[27] Afirma-se que esses eventos inundaram o mercado mundial de prata, criando dificuldades para os países que tentavam operar padrões bimetálicos. Tendo sido tomada logo em seguida ao descobrimento de novos depósitos do metal, a decisão alemã teria, supostamente, provocado uma reação em cadeia: o fato de a Alemanha ter liquidado seus estoques de prata resultou na queda ainda maior do preço do metal no mercado, obrigando outros países a se submeter a importações inflacionárias de prata ou abandonar o bimetalismo em favor do padrão ouro.

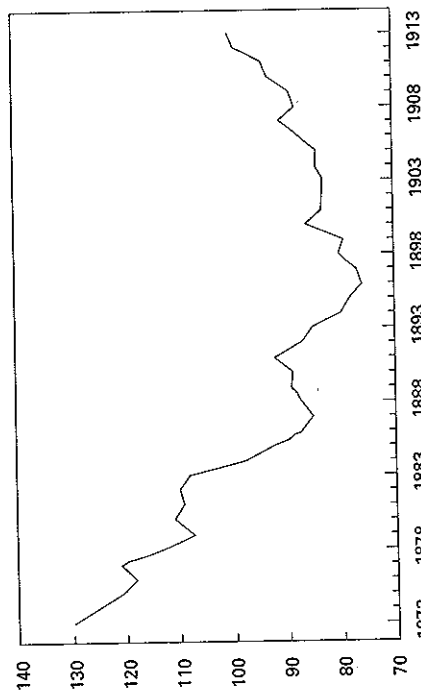
Pode ter havido dificuldades, mas não devemos exagerar a dimensão delas. Quantidades consideráveis de prata podem ter sido absorvidas pela França e outros países bimetálicos sem que isso desestabilizasse seus padrões bimetálicos. A composição do meio circulante em países bimetálicos pode ter simplesmente se inclinado para uma maior participação da prata em relação ao ouro. Stefan Oppers estima que, em conseqüência da desmonetização da prata pela Alemanha, a participação do ouro nos meios de pagamento dos países da União Monetária Latina teria caído de 57% em 1873 para 48% em 1879, mas que a proporção de cunhagem de 15,5 para 1 não teria sido colocada em risco.[28]

Por que, então, uma série de países europeus escolheram a década de 1870 para adotar o padrão ouro? Em determinado plano, a resposta é a Revolução Industrial. Seu símbolo, a máquina a vapor, eliminou o obstáculo técnico. A industrialização transformou a Grã-Bretanha, o único país que já adotara o padrão ouro, na mais importante potência econômica do mundo e na principal fonte de financiamentos externos. Isso encorajou outros países que pretendiam manter relações comerciais com a Grã-Bretanha e dela importar capitais a seguir seu exemplo. Quando a Alemanha, segunda maior potência industrial da Europa, estabeleceu esses relacionamentos, em 1871, o estímulo foi reforçado. As externalidades em rede, que no passado haviam sustentado o bimetalismo, empurraram os países para o ouro. Iniciou-se, assim, uma reação em cadeia, provocada não pela liquidação da prata pela Alemanha, mas pelo interesse de cada país em adotar o padrão monetário compartilhado pelos seus vizinhos comerciais e financeiros.

[27] Ver, por exemplo, as referências citadas por Gallarotti (1993).

[28] Oppers (1994), p. 3. Flandreau (1993) chega a conclusões similares.

A transformação foi veloz, conforme seria previsto pelo modelo de externalidades em rede. Dinamarca, Holanda, Noruega, Suécia e os países da União Monetária Latina foram os primeiros a aderir ao padrão ouro. Eram todos países próximos da Alemanha; todos mantinham relações comerciais com os alemães e a decisão da Alemanha afetava sensivelmente o próprio interesse econômico de cada país nesse grupo. Outras nações seguiram no mesmo caminho. Ao final do século XIX, a Espanha era o único país europeu onde ainda circulava papel-moeda não conversível. Embora tanto a Áustria-Hungria como a Itália não tivessem, oficialmente, instituído a conversibilidade do ouro (com exceção de um intervalo na década de 1880, quando adotada pela Itália), a partir do final do século XIX esses países atrelaram suas moedas às das nações que haviam adotado o padrão ouro. Os Estados Unidos omitiram referências à prata em sua Lei da Cunhagem de 1873; quando o valor do dólar chegou ao par e a conversibilidade foi restaurada em 1879, os Estados Unidos tinham na prática aderido ao padrão ouro. O sistema chegou à Ásia nos anos finais do século XIX, quando a Rússia e o Japão adotaram o padrão ouro. A Índia, um país que havia muito tempo já adotara o padrão prata, atrelou a rúpia à libra e, dessa forma, ao ouro, em 1898, como o fizeram, pouco depois, o Ceilão e o Sião. Mesmo na América Latina, onde eram fortes os interesses vinculados à mineração da prata, a Argentina, México, Peru e Uruguai instituíram a conversibilidade do ouro. A prata permaneceu como padrão monetário apenas na China e em poucos países da América Central.

Gráfico 2.2
Preços britânicos no atacado, 1873-1913

Fonte: Mitchell (1978).

Milton Friedman e outros estudiosos manifestaram a opinião de que o bimetalismo internacional teria proporcionado um nível mais estável de preços do que o resultante do padrão ouro.[29] O nível de preços na Grã-Bretanha caiu 18% entre 1873 e 1879 e outros 19% até 1886, quando a prata foi desmonetizada e havia menos dinheiro para a compra de mais mercadorias (ver gráfico 2.2). Alfred Marshall, escrevendo em 1898, queixou-se de que "os metais preciosos não podem ser usados como um bom padrão de valor".[30] Se a livre cunhagem da prata tivesse sido mantida nos Estados Unidos e na Europa, teria havido uma quantidade maior de dinheiro para a compra da mesma quantidade de mercadorias, e essa deflação poderia ter sido evitada.

Deveríamos nos perguntar se seria razoável esperar que os governos do século XIX compreendessem que a prática do padrão ouro atuava no sentido de provocar deflação. É razoável esperar que aqueles governos tivessem compreendido a natureza, mas não a extensão do problema. As descobertas de prata após 1850 chamaram a atenção para a associação entre a cunhagem da prata e a inflação. Mas não havia base para previsões sobre a magnitude do declínio no nível de preços iniciado na década de 1870. Somente na década de 1880, após uma década de deflação, essa relação foi compreendida, refletindo-se na onda de agitação populista que irrompeu nos Estados Unidos e em outros países.[31]

Por que os países não restauraram o bimetalismo internacional no final da década de 1870 ou início dos anos 1880, quando a pressão deflacionária do ouro já havia se tornado evidente? A resposta, em larga medida, está no fato de que as externalidades em rede geravam problemas de coordenação para os países que pudessem desejar promover essa mudança. A mudança não era do interesse de nenhum país, a menos que outros países tomassem, simultaneamente, a mesma medida. O retorno individual de um país ao bimetalismo não contribuiria para aumentar significativamente o volume do meio circulante e o nível de preços mundiais. Quanto menor o país, maior o perigo de que uma retomada na liberação da cunhagem da prata resultasse na exaustão de suas reservas de ouro, nele estabelecendo o padrão prata e fazendo com que

[29] Ver também Drake (1985), Flandreau (1993b) e Oppers (1994).

[30] Marshall (1925), p. 192.

[31] A análise de Robert Barsky e J. Bradford DeLong sobre a variação dos níveis de preços nesse período é coerente com essa perspectiva. Ela sugere que a deflação era previsível, pelo menos em parte, mas que era necessária uma acumulação de evidências das décadas de 1870 e 1880 antes de a questão surgir. Ver Barsky e DeLong (1991).

o câmbio do país em questão flutuasse em relação ao resto do mundo do padrão ouro. Quanto maior a amplitude das flutuações do câmbio, maiores seriam as perturbações em suas finanças e comércio internacional.

Os Estados Unidos, onde os interesses vinculados à mineração da prata eram grandes e onde eram influentes os produtores rurais que se opunham à deflação, promoveram uma conferência monetária internacional em 1878 na esperança de coordenar uma passagem para o bimetalismo. A Alemanha, que apenas recentemente adotara o padrão ouro, não aceitou participar. Seu governo pode não ter desejado que sua política de continuadas vendas de prata fosse submetida ao escrutínio internacional. A Grã-Bretanha, totalmente comprometida com o padrão ouro, participou da conferência principalmente com o objetivo de bloquear propostas defendendo a adoção de uma função monetária para a prata. Em virtude da relutância em cooperar exibida por essas nações mais influentes, os países menores não se mostravam dispostos a dar o primeiro passo.

Padrões ouro

Por volta do início do século XX havia, finalmente, surgido um sistema verdadeiramente internacional baseado no ouro. Mesmo naquele momento, porém, nem todas as estruturas monetários nacionais eram semelhantes. Elas apresentavam diferenças especialmente em duas dimensões (ver figura 2.3).[32] Apenas quatro países — Inglaterra, Alemanha, França e Estados Unidos — haviam adotado um padrão puramente baseado no ouro, no sentido de que o dinheiro que circulava internamente assumia unicamente a forma de moedas de ouro; e ao montante adicional de papel-moeda e de outras moedas simultaneamente em circulação correspondia um volume equivalente adicional de ouro guardado nos cofres de seus bancos centrais ou tesouros nacionais, no qual esse meio circulante poderia ser convertido. E mesmo nesses quatro países, a adesão ao padrão ouro era temperada. A França adotara um padrão ouro "claudicante": as moedas de prata continuavam tendo curso legal, embora esse metal não pudesse mais ser cunhado livremente. As cédulas do Banco da França eram conversíveis em moedas de ouro ou prata por cidadãos nacionais e estrangeiros sob aprovação das autoridades. Na Bélgica, Suíça e Holanda, a conversibilidade de metal em moedas por parte de residentes nesses países dependia também da anuência das autoridades. Outros dispo-

[32] A referência básica para os leitores que desejem mais detalhes sobre as questões discutidas aqui é Bloomfield (1959).

sitivos destinados a incentivar a entrada de ouro e desencorajar sua saída eram os assim chamados *instrumentos-ouro*. Os bancos centrais ofereciam empréstimos sem juros a importadores de ouro para incentivar a entrada do metal em seus respectivos países. Entre esses bancos, aqueles com diversas agências, como o Banco da França e o Reichsbank alemão, podiam obter ouro comprando-o através de suas agências próximas às fronteiras ou portos, diminuindo o tempo de trânsito e os custos de transporte. Eles podiam desencorajar as exportações do ouro resgatando seus títulos somente em suas agências centrais. Eles podiam elevar os preços de compra e venda de barras de ouro ou resgatar títulos apenas em troca de moedas de ouro gastas ou danificadas.

Nos Estados Unidos, o padrão ouro foi limitado, até 1900, por normas exigindo que o Tesouro adquirisse prata. A Lei Bland-Allison, de 1878, e a Lei Sherman, de 1890, promulgadas para acalmar a ira dos interesses vinculados à mineração da prata, que protestavam contra "o crime de 1873" (como ficou conhecida a decisão de não retomar a livre cunhagem da prata), exigiam que o Tesouro adquirisse prata e a cunhasse na forma de moedas que poderiam ser trocadas por ouro segundo a velha proporção de 16 para 1 (ou emitisse certificados de prata dando ao portador o direito a um montante equivalente

Figura 2.3
Estrutura do padrão ouro internacional após 1880

		Meio circulante doméstico na forma de:	
		Predominância de moedas de ouro	Ouro, prata, moedas representativas e papel-moeda
	Ouro	Inglaterra Alemanha França Estados Unidos	Bélgica Suíça
Reservas na forma de:	Predominância de divisas estrangeiras	Rússia Austrália África do Sul Egito	Áustria-Hungria Japão Holanda Escandinávia Outras colônias britânicas
	Totalmente em divisas estrangeiras		Filipinas Índia Países latino-americanos

em ouro).[33] A lei de 1878 havia sido aprovada a despeito do veto do presidente Hayes, quando a admissão de estados do Oeste no Congresso norte-americano, dominados por políticos que defendiam a livre cunhagem da prata, fez prevalecer essa posição. A lei de 1890 resultou de um *quid pro quo*: em troca, os políticos do Oeste cederam ao desejo dos industriais do Leste de ver aprovada a tarifa McKinley, uma das mais protecionistas já praticadas na história dos Estados Unidos, e adotada naquele mesmo ano.

A obrigatoriedade de cunhar prata era limitada. De acordo com a Lei Sherman, o secretário do Tesouro devia adquirir mensalmente 4,5 milhões de onças de prata e emitir uma quantidade correspondente de notas do Tesouro de curso forçado. Uma vez que as compras eram feitas ao preço de mercado, e não pela relação da cunhagem, não se tratava, rigorosamente, de bimetalismo. Mesmo assim, a prática levantava questões sobre a credibilidade do compromisso dos Estados Unidos em relação ao ouro. Foi somente em 1900 que esse compromisso se cristalizou, através da Lei do Padrão Ouro, que definiu o dólar como equivalente a 25,8 grãos de ouro puro a 0,9 e não estabeleceu qualquer provisão quanto a compras ou cunhagem da prata.

Em outros países, o dinheiro em circulação assumiu, principalmente, a forma de papel, prata e moedas representativas. Pode-se dizer que esses países haviam adotado o padrão ouro, no sentido de que, sempre que solicitados a isso, seus governos estavam prontos a converter seu dinheiro em circulação em ouro a um preço fixo. O banco central ou nacional mantinha uma reserva de ouro a ser pago na eventualidade de suas obrigações serem apresentadas para resgate. Esses bancos centrais eram geralmente instituições privadas (eram exceções o Riksbank sueco, o Banco da Finlândia e o Banco Estatal Russo) que, em troca de um monopólio do direito de emitir bilhetes bancários, prestavam serviços ao governo (detendo uma parte da dívida pública, adiantando fundos para o tesouro nacional, supervisionando o funcionamento do sistema financeiro).[34] Eles se envolviam em negócios com o pú-

[33] Estas foram apenas duas de uma série de decisões tomadas durante grande parte do século XIX por grupos que defendiam a cobertura integral procurando anular a influência dos inflacionistas. Ver Gallarotti (1995), p. 156 e *passim*.

[34] Em que medida esses bancos permitiam que suas ações fossem ditadas por essas responsabilidades era algo que dependia do país e do momento. O Banco da Itália é um exemplo de instituição que reconheceu com relativo atraso suas funções de banco central. E seu monopólio sobre a emissão de notas não era, necessariamente, total: na Inglaterra, Finlândia, Alemanha, Itália, Japão e Suécia, outros bancos detinham o direito de emitir dinheiro, embora em níveis baixos e que diminuíram ao longo do tempo.

blico, o que dava margem a conflitos entre suas responsabilidades públicas e seus interesses privados. O Bank Charter Act (a Lei de Peel), sob o qual o Banco da Inglaterra operava desde 1844, reconheceu a coexistência das funções bancária e monetária ao criar, separadamente, os Departamentos Bancário e de Emissão.[35] Outros países, neste e em outros aspectos, acompanharam o exemplo britânico. Entretanto, como veremos, as tentativas de separar essas responsabilidades não foram inteiramente bem-sucedidas.

A composição das reservas internacionais e os estatutos que regulamentavam sua utilização eram também diferentes de país para país. Na Índia, nas Filipinas e em grande parte da América Latina, as reservas assumiam a forma de haveres monetários nos países cujas moedas eram conversíveis em ouro. Na Rússia, Japão, Áustria-Hungria, Holanda, Escandinávia e nas possessões britânicas, parte das reservas internacionais, porém não sua totalidade, eram mantidas nessa forma. Esses países podiam manter uma parte de suas reservas em títulos do Tesouro Britânico ou depósitos bancários em Londres. Se suas obrigações fossem apresentadas para resgate em ouro, o banco central ou o governo poderia converter uma quantidade equivalente de libras esterlinas em ouro no Banco da Inglaterra. O Japão, Rússia e Índia eram os maiores países que adotavam essa prática; em conjunto, eles detinham quase dois terços do total de reservas em divisas estrangeiras.

A participação de saldos no exterior cresceu de, possivelmente, 10% do total de reservas em 1880 para 20% às vésperas da Primeira Guerra Mundial.[36] A libra esterlina era a divisa predominante nas reservas, respondendo por, talvez, 40% de todas as reservas ao final do período (ver tabela 2.1). Em conjunto, francos franceses e marcos alemães respondiam por outros 40% das reservas. O restante era constituído de francos belgas, suíços e franceses, coroas holandesas e dólares norte-americanos, estes de importância principalmente para o Canadá e as Filipinas.

As reservas em divisas estrangeiras eram atraentes porque rendiam juros. A manutenção dessas reservas decorria do fato de os credores exigirem que os governos que levantavam recursos em Londres, Paris ou Berlim mantivessem uma parte desses recursos depositados nesse centro financeiro. Mesmo quando isso não era exigido, o país devedor podia optar por fazer tais depósitos como um sinal de sua credibilidade.

[35] Para mais detalhes sobre a Lei de Peel, ver Clapham (1945).

[36] O estudo definitivo dessas questões é Lindert (1969).

Tabela 2.1
Crescimento e composição dos ativos em divisas estrangeiras, 1900-13
(em milhões de dólares)*

	Final de 1899	Final de 1913	Variação	Índice 1913 (1899 = 100)
Instituições oficiais	246,6	1.124,7	878,1	456
Libras	105,1	425,4	320,3	405
Francos	27,2	275,1	247,9	1.010
Marcos	24,2	136,9	112,7	566
Outras moedas	9,4	55,3	45,9	590
Não alocados	80,7	232,0	151,2	287
Instituições privadas	157,6	479,8	340,2	316
Libras	15,9	16,0	0,1	100
Francos	–	–	–	–
Marcos	–	–	–	–
Outras moedas	62,0	156,7	94,7	253
Não distribuído	79,7	325,1	245,4	408
Todas as instituições	404,2	1.622,5	1.218,3	401
Libras	121,0	441,4	320,4	408
Francos	27,2	275,1	247,4	1.010
Marcos	24,2	136,9	112,7	566
Outras moedas	71,4	212,0	140,6	297
Não distribuído	160,4	557,1	396,7	347
Soma de libras esterlinas, francos, marcos e haveres não distribuídos				
Todas as instituições	332,8	1.410,5	1.077,7	424
Instituições oficiais	237,2	1.069,4	832,2	451
Instituições privadas	95,6	341,1	245,5	357

Fonte: Lindert (1969), p. 22.
Libras, francos e marcos = montantes conhecidos
* A soma de valores parciais pode não conferir com os totais, em virtude de arredondamentos.
– = não aplicável.

O que distinguia diferentes estatutos nacionais era o montante de reservas que um banco central devia manter. Grã-Bretanha, Noruega, Finlândia, Rússia e Japão operavam *sistemas fiduciários*: o banco central tinha autoridade para emitir um montante limitado de moeda (a "emissão fiduciária") não lastreada em reservas de ouro. Normalmente, essa parcela do dinheiro em circulação tinha como colateral bônus governamentais. Um aumento na oferta monetária — cada libra ou rublo adicional — tinha de ser lastreado em ouro. Em contraste, muitos países europeus (como a Bélgica, Holanda, Suíça e, duran-

te um período, Dinamarca) praticaram *sistemas proporcionais*: salvo em casos excepcionais, suas reservas em ouro e divisas estrangeiras não podiam cair abaixo de determinada proporção (geralmente, 35% ou 40%) do dinheiro em circulação. Alguns sistemas (na Alemanha, Áustria-Hungria, Suécia e, em determinado período, na Itália) eram híbridos dessas duas formas.

Alguns estatutos monetários incluíam provisões permitindo que as reservas caíssem abaixo do mínimo legal, desde que autorizado pelo ministro das Finanças (como na Bélgica) ou se o banco central pagasse uma taxa (como na Áustria-Hungria, Alemanha, Itália, Japão e Noruega). Havia elasticidade na relação entre os meios de pagamento, o ouro e as reservas em divisas estrangeiras também por outras razões. Os estatutos que regulamentavam a operação dos sistemas fiduciário e proporcional especificavam apenas níveis mínimos para as reservas. Os bancos centrais não estavam sujeitos a tetos para suas reservas.[37] Por exemplo, o Departamento Bancário do Banco da Inglaterra poderia manter como reserva em espécie parte dos 14 milhões de libras esterlinas em moeda fiduciária emitida pelo Departamento de Emissão. Isso permitiria ao banco descontar ou adquirir bônus e injetar moeda em circulação sem adquirir ouro ou transgredir o estatuto do padrão ouro. Em países operando sistemas proporcionais, os bancos centrais poderiam manter reservas superiores a 35% ou 40% das obrigações elegíveis exigidas pelo estatuto e incrementar a oferta monetária comprando bônus em troca de moeda mesmo que não ocorresse um aumento em suas reservas de ouro. Isso deu flexibilidade à operação do padrão ouro. Se fosse utilizada moeda na compra de ouro junto a um banco central visando, em seguida, a exportação do metal, isso não mais significaria que a oferta monetária teria de diminuir na medida das perdas de ouro pelo país em questão, como, teoricamente, deveria ocorrer no mundo do padrão ouro.[38]

Isso não significa negar que o processo tinha limites. Como veremos a seguir, esses limites eram a essência do padrão ouro.

[37] Isto é, exceto um desejo de minimizar seu estoque de ativos que não rendessem juros.

[38] Mais precisamente, apenas se um país fosse grande a ponto de afetar as taxas de juro mundiais, ou se ativos domésticos e externos que rendiam juros fossem substitutos mutuamente imperfeitos, somente assim a administração de um banco central poderia alterar a demanda por dinheiro. Do contrário, qualquer tentativa por parte do banco central com o objetivo de impedir uma diminuição dos meios de pagamento através de um aumento de seu componente de crédito doméstico simplesmente resultaria em uma correspondente perda de reservas que deixaria o estoque de moeda inalterado. Ver Dick e Floyd (1992).

Como funcionava o padrão ouro

A mais influente exposição teórica do mecanismo do padrão ouro é o *modelo de fluxo de moedas metálicas* de David Hume.[39] O aspecto mais notável desse modelo talvez seja sua persistência: elaborado no século XVIII, ele continua sendo, ainda hoje, a abordagem predominante na análise do padrão ouro.

Assim como no caso de qualquer modelo eficaz, este também adota premissas simplificadoras. Hume considerava um mundo no qual circulavam apenas moedas de ouro e onde o papel dos bancos era desprezível. Toda vez que uma mercadoria era exportada, o exportador recebia um pagamento em ouro, que ele levava à casa da moeda para ser cunhado. Toda vez que um importador adquiria mercadorias do exterior, ele fazia o pagamento exportando ouro.

No caso de um país com um déficit comercial, o segundo conjunto de transações superava o primeiro. Esse país sofria um perda de ouro, o que desencadeava uma cadeia de eventos autocorretivos. Com menos dinheiro (moedas de ouro) circulando internamente, o país deficitário registrava uma queda nos preços. Com mais dinheiro (moedas de ouro) circulando no exterior, os preços registravam uma elevação no país superavitário. Dessa forma, o fluxo de espécie produzia uma alteração nos preços relativos (daí o nome "modelo de fluxo de moedas metálicas").

Com o encarecimento das importações, os residentes no país reduziriam suas compras de produtos importados. Por outro lado, os estrangeiros, para quem produtos importados teriam ficado mais baratos, tenderiam a comprar maiores quantidades de produtos importados. Haveria um crescimento nas exportações do país deficitário, e suas importações cairiam, até a eliminação do desequilíbrio comercial.

O vigor dessa concepção — um dos primeiros modelos de equilíbrio geral na teoria econômica — estava em sua elegância e simplicidade. Tratava-se de uma descrição enxuta do *mecanismo de ajuste* do balanço de pagamentos de meados do século XVIII. Mas, à medida que o tempo foi passando e que os mercados e instituições financeiras continuaram a evoluir, o modelo de Hume passou a se constituir em uma caracterização cada vez mais parcial do funcionamento do padrão ouro.

Para conservar a precisão do modelo de Hume seria necessário ampliá-lo de modo a incorporar dois aspectos presentes no mundo do final do século XIX. Um deles eram os fluxos de capital internacionais. Os movimen-

[39] Ver Hume (1752).

tos líquidos de capital devidos aos empréstimos do exterior eram maiores — com freqüência, substancialmente maiores — do que a *balança comercial* de "commodities". Hume nada dissera sobre os determinantes desses fluxos — sobre fatores como o nível de taxas de juro e sobre as atividades dos bancos comerciais e centrais. O outro aspecto era a ausência de remessas internacionais de ouro na escala prevista pelo modelo. Com exceção do ouro proveniente de mineradoras na África do Sul e outros países que chegavam ao mercado de ouro londrino, esses fluxos eram muito pequenos em relação aos déficits e superávits comerciais dos países.

A ampliação do modelo de Hume de maneira a incorporar os papéis dos fluxos de capital, das taxas de juro e dos bancos centrais era algo factível. Mas foi apenas ao final da Primeira Guerra Mundial, em um relatório da Comissão Cunliffe (um grupo formado pelo governo britânico para analisar os problemas monetários do pós-guerra), que essa versão do modelo foi elaborada adequadamente.[40] A versão Cunliffe do modelo funcionava da maneira exposta a seguir. Consideremos um mundo no qual circulasse papel-moeda em vez de moedas de ouro ou, como na Grã-Bretanha, onde papel-moeda circulasse paralelamente ao ouro. O banco central estaria sempre apto a converter dinheiro em ouro. Quando um país, a Grã-Bretanha, por exemplo, incorria em um déficit comercial em relação a outro, digamos, a França, por importar mais mercadorias do que exportava, os britânicos pagavam a diferença com cédulas de libras esterlinas, que terminavam nas mãos de comerciantes franceses. Não tendo uso para o dinheiro inglês, esses comerciantes (ou seus banqueiros em Londres) apresentavam-no ao Banco da Inglaterra para convertê-lo em ouro. Eles, então, levavam esse ouro ao Banco da França para convertê-lo em francos. A oferta monetária diminuía no país deficitário, a Grã-Bretanha, em nosso exemplo, e crescia no país superavitário, a França. Em outras palavras, essa concepção nada tinha de essencialmente diferente da versão do modelo de fluxo de moedas metálicas elaborado por Hume. Com o movimento do dinheiro em sentidos opostos nos dois países, os preços relativos se ajustariam, como antes, eliminando o desequilíbrio comercial. A única diferença estava em que o meio circulante que iniciara o processo assumia a forma de papel-moeda. O ouro, em vez de sair de circulação no país deficitário para passar a circular no país superavitário, era transferido de um banco central para o outro.

[40] Ver Committee on Money and Foreign Exchanges after the War (1919). Traços de um modelo do fluxo de moedas metálicas incorporando fluxos de capital podem, no entanto, ser encontrados em, *inter alia*, Caimes (1874).

Mas a versão Cunliffe continuava a prever, em conflito com a realidade, um volume substancial de transações com ouro. Para eliminar essa discrepância foi necessário introduzir outras ações por parte dos bancos centrais. Quando um país incorria em um déficit de pagamentos e começava a perder ouro, seu banco central podia intervir para acelerar o processo de ajuste do meio circulante. Ao reduzir o meio circulante, a intervenção do banco central exercia uma pressão para baixo nos preços e aumentava a competitividade dos produtos domésticos, eliminando o déficit externo com a mesma eficácia de uma saída de ouro do país. A ampliação do modelo de maneira a incluir a intervenção de um banco central visando reforçar o impacto de fluxos de ouro incipientes nos meios de pagamento domésticos podia, assim, explicar como ocorriam ajustamentos externos na ausência de grande movimentação de ouro.

Geralmente, o instrumento utilizado era a *taxa de redesconto*.[41] Os bancos e outros intermediários financeiros (conhecidos como *casas de redescontos*) emprestavam dinheiro a comerciantes por sessenta ou noventa dias. O banco central podia adiantar esse dinheiro ao banco imediatamente, em troca da posse do título assinado pelo comerciante e do pagamento

[41] Outro instrumento com essa finalidade eram as operações no mercado aberto, através das quais o banco central vendia bônus de seu portfólio. O dinheiro assim obtido era tirado de circulação, reduzindo a oferta monetária da mesma maneira que a saída de ouro do país, mas sem necessitar que o ouro fosse fisicamente exportado. Mas as operações no mercado abeto eram relativamente raras no cenário do padrão ouro clássico. Elas exigiam um mercado de bônus suficientemente amplo para que o banco central pudesse intervir anonimamente. Durante a maior parte do século XIX, apenas Londres satisfazia essas condições. A partir da década de 1840, o Banco da Inglaterra vendeu, ocasionalmente, bônus do governo ("consols") para enxugar a liquidez de mercado. (Essa atuação do banco era feita simultaneamente com acordos de recompra, através dos quais se comprometia em comprar de volta os "consols" no mês seguinte, uma prática conhecida como "empréstimos sobre 'consols'", ou "empréstimos sobre 'contango'".) A partir do fim do século, com o crescimento do mercado em Berlim, o Reichsbank alemão também adotou esse procedimento. Em contrapartida, poucos foram outros bancos centrais a praticar operações no mercado aberto antes de 1913. Além disso, os bancos centrais podiam intervir no mercado de câmbio ou fazer com que um banco associado assim o fizesse em Londres ou Nova York, adquirindo moeda doméstica com libras esterlinas ou dólares quando a taxa de câmbio caía. Como uma operação de mercado aberto contracionista, isso resultava em uma redução no volume da oferta monetária sem exigir uma movimentação efetiva de ouro. O Banco Áustro-Húngaro utilizou amplamente essa técnica. Ela foi também empregada pelos bancos centrais da Bélgica, Alemanha, Holanda, Suécia e Suíça. Países com amplas reservas cambiais, mas com mercados financeiros subdesenvolvidos, como a Índia, as Filipinas, Ceilão e Sião, utilizaram-se unicamente desse esquema. Ver Bloomfield (1959).

dos juros. O adiantamento do dinheiro era resultado da operação denominada "redescontar o título"; os juros cobrados eram a taxa de redesconto. Freqüentemente, os bancos centrais mostravam-se prontos a descontar, à taxa prevalecente, um número ilimitado de letras elegíveis que lhes fossem apresentadas (sendo que a aceitabilidade dependia do número e confiabilidade das assinaturas apostas ao título, das condições sob as quais ele havia sido sacado e de seu prazo até a maturação). Se o banco elevasse a taxa e tornasse o desconto mais dispendioso, um número menor de intermediários financeiros estaria interessado em descontar títulos e obter dinheiro do banco central. Através da manipulação de sua taxa de redesconto, o banco central podia interferir no volume de crédito doméstico.[42] O banco podia aumentar ou reduzir a disponibilidade de crédito para restaurar o equilíbrio do balanço de pagamentos sem que fosse necessário realizar transferências de ouro.[43] Quando um banco central, prevendo perdas de ouro, elevava sua taxa de redesconto, reduzindo assim seu estoque de ativos domésticos que lhe rendia juros, ocorria um enxugamento do volume de dinheiro no mercado. Verificava-se uma redução no volume de dinheiro em circulação e o equilíbrio externo era restaurado sem necessidade de uma saída real de ouro do país.[44]

Esse comportamento por parte dos bancos centrais veio a ser denominado "jogar segundo as regras". Não havia, evidentemente, um livro contendo as regras definindo esse comportamento. "As regras do jogo" era uma

[42] Além disso, o banco central podia modificar os termos de redesconto (ampliando ou limitando a eligibilidade de diferentes tipos de letras) ou anunciar o racionamento dos redescontos (como fez o Banco da Inglaterra em 1795 e 1796).

[43] Assim, mesmo que a oferta monetária fosse exógena (ver Dick e Floyd [1992]), uma intervenção do banco central poderia, ainda assim, afetar o volume dos fluxos de ouro necessários para restaurar o equilíbrio dos pagamentos alterando a parcela do estoque de dinheiro lastreado em reservas internacionais.

[44] Além de assegurar um lugar para os bancos centrais na operação do padrão ouro, esse mecanismo introduz um papel para os fluxos de capital no ajustamento. Quando um banco central que estivesse perdendo ouro elevava sua taxa de redesconto, ele tornava esse mercado mais atraente para os investidores em busca de investimentos remunerados no curto prazo, supondo que ativos domésticos e externos fossem substitutos mutuamente imperfeitos, o que dava margem a alguma defasagem entre as taxas de juro domésticas e externas. Taxas de juro mais elevadas tornavam o mercado doméstico mais atraente para os investidores em busca de investimentos remunerados no curto prazo e atraíam capital do exterior. Assim, elevações na taxa de redesconto agiam no sentido de reduzir as perdas de ouro, não apenas esfriando a demanda de importações como também atraindo capital.

expressão cunhada em 1925 pelo economista inglês John Maynard Keynes, quando o padrão ouro do período anterior à guerra era apenas uma vaga lembrança.[45] O fato de que a expressão tenha sido introduzida tanto tempo depois deveria despertar nossa suspeita de que os bancos centrais orientavam-se, ainda que implicitamente, por um rígido código de conduta.

Isso, na verdade, não ocorria, embora esse fato tenha sido descoberto apenas indiretamente. Em um tratado influente publicado em 1944, cujo propósito era explicar por que o sistema monetário internacional havia funcionado tão mal nas décadas de 20 e 30, Ragnar Nurkse tabulou — por país e por ano — o número de vezes, entre 1922 e 1938, em que os ativos domésticos e externos dos bancos centrais haviam caminhado juntos, como se as autoridades tivessem aderido às "regras do jogo", e o número de vezes em que isso não ocorreu.[46] Ao descobrir que os ativos domésticos e externos moviam-se em sentidos opostos na maioria dos anos estudados, Nurkse atribuiu a instabilidade do padrão ouro no período do entreguerras a um desrespeito generalizado das regras e, assim, deduziu que a estabilidade do padrão ouro clássico dependeria da preservação dessas mesma regras. Porém, quando Arthur Bloomfield refez em 1959 o exercício de Nurkse utilizando dados de um período anterior à guerra, para sua surpresa, ele verificou que o desrespeito às regras eram igualmente comuns antes de 1913.

É claro, portanto, que outros fatores, além do balanço de pagamentos, influenciavam as decisões dos bancos centrais sobre em que nível deveriam fixar a taxa de redesconto. A lucratividade era um desses fatores, tendo em vista que muitos bancos centrais eram instituições privadas. Se o banco central fixasse a taxa de redesconto acima das taxas de juro de mercado, ele poderia ficar sem clientes. Esse foi um problema para o Banco da Inglaterra a partir da década de 1870. O crescimento do número de bancos privados depois de meados do século havia reduzido a participação de mercado do Banco da Inglaterra. Anteriormente, o banco havia sido "tão forte que poderia ter absorvido todos os outros bancos londrinos, seus capitais e suas

[45] A primeira vez em que empregou a expressão pode ter sido em *The Economic Consequences of Mr. Churchill* (1925, reproduzido em Keynes [1932], p. 259).

[46] Imagine que o ouro começa a deixar o país e que o banco central reage vendendo bônus de seu portfólio, reduzindo o dinheiro em circulação e, dessa forma, contendo a saída de ouro. Nesse caso, seus ativos externos e domésticos, ambos, diminuiriam; assim, essa correlação positiva é o que deveríamos esperar, caso as autoridades monetárias estivessem jogando de acordo com as regras.

reservas e, mesmo assim, seu próprio capital não teria se exaurido".[47] Quando as operações de redesconto do Banco foram reduzidas a apenas uma fração daquelas praticadas por seus concorrentes, uma elevação em sua taxa de redesconto (*bank rate*) tinha menor impacto sobre as taxas de mercado. Uma elevação nessa taxa ampliava o diferencial entre ela e as taxas de mercado, fazendo com que o Banco da Inglaterra ficasse sem clientes para esse tipo de operação. Se esse diferencial se ampliava excessivamente, a "bank rate" poderia perder sua "eficácia", podendo perder sua influência sobre as taxas de mercado. Somente com o passar do tempo o Banco da Inglaterra aprendeu como restaurar a eficácia da "bank rate" através da venda de títulos (juntamente com a venda de compromissos de recompra) com o objetivo de baixar o preço das mesmas, empurrando as taxas de mercado para cima, aproximando-as da "bank rate".[48]

Outra consideração era que uma elevação nas taxas de juro para conter a saída de ouro poderia esfriar a atividade econômica. Elevações nas taxas de juro aumentavam o custo de financiamento de investimentos e desestimulavam a acumulação de estoques, embora os bancos centrais ficassem, em larga medida, isolados das repercussões políticas negativas.

Finalmente, os bancos centrais hesitavam em elevar as taxas de juro porque isso aumentava o custo do serviço da dívida do governo. Mesmo bancos centrais que eram instituições privadas não estavam imunes a pressões no sentido de proteger o governo desse ônus. O Banco da França, embora fosse uma instituição privada, era chefiado por um servidor público nomeado pelo ministro das Finanças. Três dos doze membros do Council of Regents do banco eram indicados pelo governo. A maioria dos funcionários do Reichsbank alemão era de servidores públicos. Embora a diretoria do Reichsbank decidisse a maior parte das questões de suas políticas através de voto majoritário, em caso de conflito com o governo ele era obrigado a obedecer às instruções do chanceler alemão.[49]

Portanto, uma suposição simplista de que haveria um conjunto de "regras do jogo" seria enganosa — e, com o passar do tempo, cada vez mais errônea. Os bancos centrais detinham alguma margem de liberdade na fixação de suas políticas. Eles estavam bem protegidos de pressões político-partidárias, mas seus escudos não eram absolutamente impenetráveis. Mesmo assim, a capacidade desses bancos de defender a conversibilidade do ouro em face de instabilidades internas e externas se apoiava em limites estabelecidos contra pressões políticas que podiam ser exercidas contra um banco central para que ele perseguisse outros objetivos incompatíveis com a defesa da conversibilidade do ouro. Entre aqueles em posição de influenciar a formulação de políticas, havia um amplo consenso de que a manutenção da conversibilidade deveria ser prioritária. Como veremos agora, quanto mais fortes esse consenso e a credibilidade da política econômica por ele assegurada, maior a margem de liberdade dos bancos centrais para "desobedecer as regras" sem colocar em risco a estabilidade do padrão ouro.

O PADRÃO OURO COMO INSTITUIÇÃO CARACTERÍSTICA DE UM MOMENTO HISTÓRICO

Se não através de rigorosa fidelidade às regras do jogo, como, então, era obtido um ajuste no balanço de pagamentos na ausência de fluxos significativos de ouro? Essa pergunta é a chave para compreendermos como funcionava o padrão ouro. Para responder à indagação, é preciso entender que esse sistema monetário internacional era mais que o conjunto de equações encontrado nas seções "Padrão ouro" dos manuais de economia. O sistema era uma instituição socialmente construída, e cuja viabilidade dependia do contexto no qual operava.

A pedra fundamental do padrão ouro no período anterior à guerra foi a prioridade atribuída pelos governos à manutenção da conversibilidade. Nos países situados no centro do sistema — Grã-Bretanha, França e Alemanha — não havia dúvida de que as autoridades fariam, em última instância, o que fosse necessário para defender a reserva de ouro de seus bancos centrais e manter a conversibilidade da moeda. "No caso de cada banco central", concluiu o economista inglês P. B. Whale em seu estudo do sistema monetário do século XIX, "a tarefa fundamental era conservar suas reservas de ouro em um nível que salvaguardasse a vinculação de sua moeda ao padrão ouro".[50] Outras considerações poderiam, no máximo, influenciar a escolha do momento em que as autoridades deveriam agir. Uma vez que não havia uma teoria coerente sobre a relação entre a política de um banco central e a economia,

---

[47] Nas palavras de Walter Bagehot, durante muito tempo editor da revista *The Economist* no final do século XIX. Bagehot (1874), p. 152.

[48] Outra maneira de alcançar o mesmo objetivo seria o banco central tomar empréstimos de bancos comerciais, casas de redesconto e outros grandes emprestadores.

[49] Sobre a politização das políticas monetárias na França e Alemanha, ver Plessis (1985) e Holtfrerich (1988).

[50] Whale (1939), p. 41.

isso dava margem a discordâncias entre os analistas quanto a se o nível das taxas de juro estaria agravando o desemprego.[51] A pressão experimentada por governos do século XX para subordinar a estabilidade da moeda a outros objetivos não foi uma característica do mundo do século XIX. O compromisso dos governos em relação à conversibilidade ganhava em credibilidade pelo fato de que os trabalhadores que mais sofriam em conseqüência dos tempos difíceis mal tinham condições de fazer sentir suas objeções. Na maioria dos países, o direito ao voto era ainda limitado aos homens que possuíssem propriedades (às mulheres era praticamente universal a negação do direito ao voto). Os partidos trabalhistas representantes dos proletários estavam ainda em seus anos de estruturação. O trabalhador que corria o risco de ficar desempregado quando o banco central elevava a taxa de redesconto tinha oportunidades limitadas para fazer ouvir suas objeções e chances ainda menores para demitir de seus cargos os governantes e diretores do banco central responsáveis pela formulação dessas políticas. O fato de que salários e preços eram relativamente flexíveis significava que um choque no balanço de pagamentos que exigisse uma redução nos gastos domésticos podia ser acomodado por uma queda nos preços e custos, e não por um aumento no desemprego, o que reduzia ainda mais a pressão para que as autoridades se preocupassem com o desemprego. Por todas essas razões, a prioridade que os bancos centrais atribuíam à manutenção da conversibilidade da moeda era raramente alvo de oposição.

Os investidores tinham consciência dessas prioridades. Machlup comenta ter havido poucas discussões, entre os investidores, sobre a possibilidade de desvalorização antes de 1914.[52] Os investimentos no exterior eram raramente protegidos contra riscos cambiais porque estes eram considerados mínimos.[53] Quando ocorriam flutuações na moeda, os investidores reagiam de maneiras que contribuíam para uma estabilização. Digamos que a taxa de câmbio caísse, aproximando-se do ponto de exportação de ouro (um patamar em que

[51] A inexistência de uma teoria sobre a relação entre as políticas dos bancos centrais e as flutuações agregadas é surpreendente, por exemplo, nos textos de Bagehot, o mais importante jornalista financeiro inglês do período. Frank Fetter (1965, p. 7 e *passim*) observa como a teoria sobre o funcionamento do sistema bancário era subdesenvolvida no final do século XIX.

[52] Machlup (1964), p. 294. Queremos, aqui, distinguir entre países situados no centro do sistema internacional, aos quais, principalmente, Machlup dedicou sua atenção, e aqueles na periferia do padrão ouro, tanto no sul da Europa como na América do Sul.

[53] Bloomfield (1963), p. 42.

a moeda doméstica era suficientemente barata para que resultasse lucrativo convertê-la em ouro, exportar esse ouro e usá-lo para adquirir moeda estrangeira). O banco central começaria a perder reservas. Mas ocorreria uma entrada de fundos do exterior no país, em antecipação aos lucros que seriam auferidos por aqueles que tivessem investido em ativos domésticos, depois que o banco central tomasse as medidas para fortalecer a taxa de câmbio. Uma vez que não havia dúvidas sobre o compromisso das autoridades para com a paridade, registravam-se rapidamente entradas de capital, e em quantidades significativas. Assim, a taxa de câmbio registrava automaticamente uma valorização, reduzindo a necessidade de intervenção por parte do banco central.[54] Talvez seja excessivamente categórica a afirmação do economista sueco Bertil Ohlin de que praticamente não houve movimentos de capital de "natureza desestabilizadora" antes de 1913, mas é sem dúvida realidade que os fluxos desestabilizadores "eram, então, de importância relativamente muito menor do que posteriormente".[55]

Assim, os bancos centrais podiam protelar suas intervenções estipuladas pelas regras do jogo sem sofrer perdas de reservas alarmantes. Eles podiam até mesmo intervir no sentido oposto durante um determinado tempo, contrabalançando, em vez de reforçar, o impacto das perdas de reservas sobre a oferta monetária. Isso neutralizava o impacto dos fluxos das reservas sobre os mercados domésticos e minimizava seu impacto sobre os níveis de produção e emprego.[56]

Os bancos centrais podiam afastar-se das regras do jogo porque seu compromisso em relação à manutenção da conversibilidade em ouro gozava de credibilidade. Embora fosse possível detectar repetidos desrespeitos às regras ao longo de períodos curtos, como um ano, ao longo de intervalos mais longos os ativos dos bancos centrais no país e no exterior caminhavam de mãos dadas. Os bancos centrais podiam desobedecer as regras do jogo no curto prazo, porque não havia dúvida de que elas seriam respeitadas no lon-

[54] Evidências econométricas documentando essas relações são apresentadas por Olivier Jeanne (1995).

[55] A primeira citação nessa sentença foi tirada de Ohlin (1936), p. 34; a segunda é de Bloomfield (1959), p. 83.

[56] Essa prática era conhecida, por razões óbvias, como esterilização (neutralização, na França). Era impossível, evidentemente, adotá-la no caso extremo em que uma perfeita mobilidade do capital internacional e a possibilidade de intercâmbio de ativos estabelecessem uma estreita vinculação entre as taxas de juro no país e no exterior.

go prazo.[57] Sabendo que, em última instância, as autoridades tomariam, quaisquer que fossem, as medidas necessárias para defender a conversibilidade, os investidores transferiam seu capital para países de moedas fracas, financiando seus déficits mesmo quando seus bancos centrais desobedeciam, temporariamente, as regras do jogo.[58]

SOLIDARIEDADE INTERNACIONAL

Uma elevação na taxa de redesconto de um país, que atraía capital financeiro e reservas de ouro, debilitava os balanços de pagamentos dos países de onde saíam capital e ouro. Uma elevação na taxa de redesconto de um banco central poderia, portanto, desencadear uma rodada de aumentos nas taxas praticadas por outros bancos centrais. "Sempre que houvesse pouco ouro nos cofres do Banco da Inglaterra e do Banco da França, uma medida adotada por qualquer dos dois bancos para atrair ouro certamente provocaria uma reação contrária do outro", foi como o economista inglês Ralph Hawtrey caracterizou o mecanismo.[59] Analogamente, uma diminuição na *taxa de redesconto de um banco central* poderia permitir uma rodada de reduções pelos demais bancos. Bloomfield documentou a tendência de ascensão e queda simultânea nas taxas de redesconto nos vinte anos que antecederam a Primeira Guerra Mundial.[60]

Idealmente, alguém assumiria a responsabilidade pelo nível comum da taxa de redesconto, que deveria ser elevado quando as economias tendiam a um superaquecimento, porém reduzido quando pairavam ameaças de uma recessão mundial. Quando, por exemplo, as condições de acesso ao crédito eram excessivamente restritivas e se fazia necessário um afrouxamento, o ajuste tinha de ser adotado simultaneamente por diversos bancos centrais. A necessidade de ajuste era sinalizada por um aumento na relação entre as reservas e os meios de pagamento, uma vez que as moedas de ouro saíam de circulação e entravam nos cofres dos bancos centrais, e as reservas cresciam em relação aos depósitos e outras obrigações, em conseqüência da queda na atividade econômica. Alternativamente, a necessidade de um ajuste podia ser sinalizada pelo nível das taxas de juro (alto, com a economia em expansão, e baixo quando houvesse queda no nível de atividade econômica). Assim, os bancos centrais "acompanhavam o mercado", ajustando a "bank rate" a reboque das taxas de juro de mercado.

Uma limitação inerente a essa abordagem era sua incapacidade de antecipar e moderar ciclos de atividade previsíveis. Por essa razão, as taxas de um banco central tinham que conduzir as taxas de mercado, em vez de acompanhá-las. Foi isso o que o Banco da Inglaterra começou a fazer na década de 1870, coincidindo com o advento do padrão ouro internacional.[61] Essas práticas ressaltavam a necessidade de coordenação: se um banco reduzisse sua taxa de redesconto, mas os outros não acompanhassem a medida, o primeiro sofreria perdas em suas reservas e a conversibilidade de sua moeda poderia ser ameaçada. Desse fato, resultou uma convenção do tipo "faça o que o mestre mandar". O Banco da Inglaterra, o banco central mais influente à época, sinalizava a necessidade de agir, e sua taxa de redesconto se constituía no ponto focal para a harmonização das políticas. O banco "dava o tom"; em uma passagem famosa, Keynes apelidou-o de "maestro da orquestra internacional".[62] Ao seguir a liderança inglesa, os bancos centrais de diferentes países coordenavam os ajustes nas condições de crédito mundiais.[63]

Em períodos de turbulência, era mais difícil promover a harmonização das políticas. A contenção de uma crise financeira poderia exigir que as ta-

---

[57] Essa é a descrição feita por John Pippinger (1984) da política do Banco da Inglaterra para sua taxa de redesconto neste período, para o qual ele apresenta dados econométricos.

[58] Novamente, aqui, a analogia com a recente literatura sobre *zonas-alvo* de taxas de câmbio é direta (ver Krugman [1991]). Quando as reservas drenavam e a taxa de câmbio caía, o capital afluía porque os investidores esperavam que as autoridades adotassem políticas que resultariam numa valorização da moeda, proporcionando, posteriormente, ganhos de capital. Em outras palavras, o desrespeito às regras do jogo, no curto prazo, continuava resultando em fluxos de capital estabilizadores, em virtude da confiança do mercado em que as autoridades obedeceriam às regras no longo prazo.

[59] Hawtrey (1938), p. 44.

[60] Bloomfield (1959), p. 36 e *passim*. Ver também Triffin (1964).

[61] O banco havia tentado conduzir as taxas de juro nas décadas de 1830 e 1840. A crise financeira de 1857, porém, levou à adoção da "norma de 1858", prevendo a limitação da ajuda ao mercado monetário de maneira a incentivar a auto-sustentação das instituições financeiras. Assim, as tentativas de comandar o mercado a partir de 1873 podem ser vistas como um retorno a práticas anteriores. Ver King (1936), pp. 284-7. A freqüência dessa prática não deve ser exagerada, porém. Havia limites, como discutido acima, sobre até que ponto o banco poderia desviar-se das taxas de mercado, sem ficar à míngua ou se empanturrar de operações.

[62] Keynes (1930), vol. 2, pp. 306-7.

[63] Há divergências tanto sobre qual teria sido exatamente o grau de influência da taxa de redesconto do Banco da Inglaterra nas taxas de outros bancos centrais como sobre em que medida teria havido uma influência recíproca. Ver Eichengreen (1987) e Giovannini (1989).

xas de redesconto de diferentes bancos centrais se movessem em sentidos opostos. Um país atravessando uma crise e sofrendo uma perda de reservas poderia ser forçado a elevar sua taxa de redesconto para atrair ouro e capital do exterior. Para haver cooperação, seria necessário que outros países permitissem que fluísse ouro para o banco central em dificuldades, em vez de "responder na mesma moeda". A adoção de políticas idênticas não contribuiria para a superação dos problemas. De fato, uma crise financeira grave poderia exigir que bancos centrais estrangeiros adotassem medidas excepcionais para dar apoio a um banco central em dificuldades. Eles poderiam ter de descontar títulos em nome do país afetado e emprestar ouro a suas autoridades monetárias. Na prática, os recursos sobre os quais um país qualquer poderia sacar quando sua paridade em ouro estivesse sob ataque englobavam mais do que suas próprias reservas, alcançando os recursos que poderiam ser tomados de empréstimo junto a outros países que adotavam o padrão ouro.

Um exemplo é a crise do Baring em 1890, quando o Banco da Inglaterra defrontou-se com a insolvência de um importante banco mercantil britânico, o Baring Brothers, que havia concedido empréstimos não honrados pelo governo da Argentina. O Banco da Inglaterra tomou um empréstimo de 3 milhões de libras em ouro do Banco da França e obteve uma promessa de 1,5 milhão em moedas de ouro da Rússia. Não foi um arranjo sem precedentes. O Banco da Inglaterra já havia tomado um empréstimo em ouro do Banco da França em ocasião anterior, em 1839. Os ingleses haviam retribuído o favor em 1847. O Riksbank sueco havia emprestado diversos milhões de coroas do Banco Nacional da Dinamarca em 1882. Mas foi em 1890 que, pela primeira vez, ações semelhantes foram necessárias para dar suporte à estabilidade do padrão ouro internacional e à sua moeda chave, a libra esterlina. "A ajuda assim prestada por bancos centrais estrangeiros [em 1890] marcou uma época", foi como Hawtrey considerou os acontecimentos.[64]

A crise havia sido precipitada por dúvidas sobre se o Banco da Inglaterra possuiria os recursos para defender a paridade da libra esterlina. Os investidores questionaram se o Banco detinha a capacidade para atuar, simultaneamente, como emprestador de última instância e também como defensor da libra. Depósitos de estrangeiros foram liquidados e o Banco começou a perder ouro apesar de ter elevado a taxa de redesconto. Tudo levava a crer que a Inglaterra poderia ser obrigada a escolher entre seu sistema bancário e a conversibilidade de sua moeda em ouro. O dilema foi evitado pela ajuda do Banco da França e do Banco Estatal Russo. Com o restabelecimento de seu nível de reservas em ouro, o Banco da Inglaterra pôde prover liquidez ao mercado londrino e, com a ajuda de outros bancos de Londres, contribuir para a formação de um fundo de garantia para o Baring Brothers, sem prejudicar as reservas necessárias para honrar seu compromisso de converter libras esterlinas em ouro. Os investidores foram tranqüilizados e a crise foi superada.

Depois que este episódio demonstrou a necessidade de solidariedade para dar sustentação ao padrão ouro em momentos de crise, medidas de cooperação visando preservar o sistema tornaram-se cada vez mais comuns. Em 1893, um consórcio de bancos europeus, com o encorajamento de seus governos, contribuiu com as medidas do Tesouro norte-americano para a defesa do padrão ouro. Em 1898 o Reichsbank e os bancos comerciais alemães obtiveram ajuda do Banco da Inglaterra e do Banco da França. Em 1906 e 1907, o Banco da Inglaterra, enfrentando outra crise financeira, obteve também apoio do Banco da França e do Reichsbank alemão. O Banco Estatal Russo, por seu turno, enviou ouro para Berlim para reabastecer as reservas do Reichsbank. Também em 1907, o governo canadense tomou medidas para aumentar o estoque de notas sem lastro das possessões britânicas, em parte para liberar reservas para o sistema financeiro norte-americano, que estava sofrendo um aperto de crédito excepcional.[65] Em 1909 e 1910, o Banco da França novamente descontou títulos ingleses, colocando ouro à disposição de Londres. Países europeus menores, como a Bélgica, Noruega e Suécia, tomaram empréstimos de reservas de bancos centrais e governos estrangeiros.

Esse tipo de cooperação internacional, embora não fosse um evento cotidiano, era crucial em momentos de crise. Ela contradiz a visão segundo a qual o padrão ouro era um sistema atomizado. Ao contrário, sua sobrevivência dependia da colaboração entre bancos centrais e governos.

O padrão ouro e o emprestador de última instância

A operação do sistema do padrão ouro repousava, como vimos, no compromisso primordial dos bancos centrais em relação à manutenção da conversibilidade externa. Embora não houvesse uma teoria totalmente articulada explicando a relação entre política de redesconto e taxas de juro em geral ao ciclo de negócios, havia, no máximo, uma pressão limitada para que as autoridades monetárias apontassem seus instrumentos para outros alvos. O

[64] Hawtrey (1938), p. 108.

[65] Para obter detalhes sobre a política canadense na crise de 1907, ver Rich (1989).

surgimento do sistema de reserva bancária fracionária, através do qual os bancos recebiam depósitos mas conservavam apenas uma fração de seus ativos na forma de dinheiro e de títulos líquidos ia contra esse estado de coisas. Essa prática levantava a possibilidade de que uma corrida dos depositantes aos bancos poderia provocar a quebra de um banco sem liquidez, mas basicamente solvente. Alguns preocupavam-se ainda mais com o fato de que uma corrida aos bancos poderia abalar a confiança e contagiar outras instituições, ameaçando a estabilidade de todo o sistema financeiro. O contágio poderia ocorrer através de canais psicológicos, se a quebra de um banco comprometesse a confiança nos outros, ou através de efeitos de liquidez, na medida em que os credores do banco em dificuldades fossem obrigados a liquidar seus depósitos em outros bancos para levantar dinheiro.

Qualquer dos dois cenários criava uma justificativa para uma intervenção do emprestador de última instância visando prevenir a disseminação da crise.

Embora seja difícil precisar o momento em que os bancos centrais perceberam o problema, a crise envolvendo a Overend and Gurney, na Inglaterra, em 1866, foi um ponto de inflexão. A Overend and Gurney era uma firma antiga que havia sido recém-incorporada como uma companhia limitada em 1865. Em 1866, a falência da empreiteira ferroviária Watson, Overend e o subseqüente colapso da companhia mercantil espanhola Pinto, Perez, na qual sabia-se haver uma participação da Overend and Gurney, forçaram o fechamento da companhia. O pânico se espalhou pelo sistema bancário. Os bancos procuraram manter sua liquidez descontando títulos junto ao Banco da Inglaterra. Diversas dessas instituições queixaram-se de que o Banco da Inglaterra deixou de prestar assistência adequada. Preocupado com o nível de suas próprias reservas, o Banco da Inglaterra recusou-se a atender a demanda por operações de redesconto. No auge do pânico, o Banco negou-se a emprestar dinheiro contra a apresentação de títulos do governo.[66] O pânico foi intenso.

Em parte como resultado dessa experiência, o Banco da Inglaterra estava mais consciente de suas responsabilidades como emprestador de última instância quando ocorreu a crise do Baring em 1890. O problema foi que o desejo do banco de atuar como um emprestador de última instância poderia conflitar com suas responsabilidades de administrador do padrão ouro. Digamos que houvesse uma corrida a um banco mercantil britânico, em que os depositantes sacassem seu dinheiro e, em seguida, adquirissem ouro, drenando reservas do Banco da Inglaterra. Para dar suporte ao banco em dificuldades, o Banco da Inglaterra poderia prover liquidez, mas isso desrespeitaria as regras do jogo do padrão ouro. Ao mesmo tempo em que suas reservas de ouro estariam caindo, o banco central estaria aumentando a provisão de crédito ao mercado. À medida que as reservas do banco central caíssem para o piso obrigatório estipulado pelo estatuto do padrão ouro, seu compromisso em relação à manutenção da conversibilidade do ouro poderia ser colocado em xeque. Se surgissem preocupações de que o banco central poderia suspender a conversibilidade do ouro e permitir que o câmbio fosse desvalorizado, em vez de deixar que a crise bancária doméstica se disseminasse, a conversão de depósitos de dinheiro em ouro poderia se acelerar à medida que os investidores procurassem evitar as perdas de capital que os portadores de ativos denominados em moeda doméstica sofreriam na eventualidade de uma desvalorização. Assim, quanto mais rapidamente se injetasse liquidez no sistema bancário, tanto mais rapidamente ela vazaria de novo. Uma intervenção do emprestador de última instância era não apenas difícil, ela poderia ser contraproducente.

Na década de 30, esse dilema colocou as autoridades entre a cruz e a caldeirinha, como veremos no capítulo 3. Antes da Primeira Guerra Mundial, a opção entre aquele suplício ou esta tortura era algo que a maioria das autoridades responsáveis conseguira evitar. Em parte, a idéia de que aos bancos centrais cabiam responsabilidades de emprestador de última instância desenvolvera-se apenas gradualmente; de fato, em países como os Estados Unidos ainda não havia um banco central para assumir essa obrigação. Muitos bancos centrais e governos começaram a aceitar uma responsabilidade significativa pela estabilidade de seus sistemas bancários na década de 20, como parte da ampliação geral do papel dos governos na regulação da economia. Além disso, a credibilidade do compromisso primordial dos bancos centrais e dos governos para com a manutenção da paridade do padrão ouro tranqüilizou os investidores, na crença de que qualquer desrespeito às "regras" do padrão ouro, por razões inerentes ao emprestador de última instância, seria apenas temporário. Assim como ocorreria em outros contextos, portanto, o capital externo fluiria no sentido da estabilização. Se a taxa de câmbio se desvalorizasse à medida que o banco central injetasse liquidez no sistema financeiro, ocorreria uma entrada de capital do exterior à medida que os investidores previssem a subseqüente recuperação da moeda (e os ganhos de capital que eles obteriam nessa circunstância). O compromisso entre o padrão ouro e a estabilidade financeira doméstica já não era tão crítico. Se os investidores exigissem um incentivo adicional, o banco central poderia subir

[66] Essas críticas são relatadas em artigos publicados na *Bankers' Magazine*, conforme descrito por Grossman (1988).

as taxas de juro para aumentar a taxa de retorno. Isso era conhecido como a regra de Bagehot: redesconto irrestrito em resposta a um "enxugamento interno" (uma troca de posições em depósitos e moeda, por posições em ouro) e aumento das taxas de juro em resposta a um "enxugamento externo" (para conter as conseqüências no balanço de pagamentos).

Algo que alargava ainda mais a margem de manobra de um banco central eram as provisões contidas nas regras da *cláusula de exceção*, que poderiam ser invocadas em momentos difíceis. Se ocoresse uma crise grave, o banco central poderia permitir que suas reservas caíssem abaixo do mínimo estatutário e deixar a moeda cair abaixo do ponto de exportação do ouro. Conforme mencionado acima, isso era permitido em alguns países, dependendo de uma aprovação do ministro das Finanças ou mediante o pagamento de uma taxa. Mesmo na Grã-Bretanha, onde o estatuto do padrão ouro não previa uma ação desse tipo, o governo podia solicitar ao Parlamento que autorizasse um aumento excepcional na emissão fiduciária. Como essa cláusula de exceção era invocada em resposta a circunstâncias que eram tanto independentemente verificáveis como evidentemente não decorrentes de ações das próprias autoridades, era possível suspender a conversibilidade sob condições excepcionais sem diminuir a credibilidade dos compromissos das autoridades para com a manutenção da mesma em períodos de normalidade.[67] Dessa forma, a obrigatoriedade do emprestador de última instância de intervir na defesa do padrão ouro poderia ser relaxada temporariamente.

Outra cláusula de exceção era invocada pelo próprio sistema bancário. As instituições bancárias, em conjunto, podiam enfrentar uma corrida a um dos bancos permitindo que ele suspendesse suas operações e assumir coletivamente o controle de seus ativos e passivos, em troca de uma injeção de liquidez. Através de tais "operações salva-vidas", os próprios bancos podiam, na prática, privatizar a função de emprestador de última instância. No caso de uma corrida generalizada ao sistema, eles poderiam decidir, em conjunto, suspender simultaneamente a conversibilidade dos depósitos em espécie. Recorria-se à suspensão da conversibilidade em países como os Estados Unidos, que não dispunha de um emprestador de última instância. Ao impedir, simultaneamente, o saque dos depósitos em todos os bancos, estes impediam que

[67] Essa regra da cláusula de exceção do padrão ouro clássico é enfatizada por Michael Bordo e Finn Kydland (1994) e Barry Eichengreen (1994). Matthew Canzoneri (1985) e Maurice Obstfeld (1993a) demonstram que uma cláusula de exceção viável exige que as contingências em resposta às quais ela é invocada sejam não só independentemente verificáveis como também claramente não produzidas pelas próprias autoridades.

a demanda de liquidez "ricocheteasse" de uma para outra instituição bancária. Como a restrição reduzia a liquidez das obrigações dos bancos comerciais, ela resultava em um prêmio sobre a moeda (uma situação na qual um dólar em espécie valia mais do que um dólar em depósitos bancários). Com o estímulo à demanda por moeda em espécie, poderia, efetivamente, ocorrer uma entrada de ouro no país, a despeito da crise bancária, como ocorreu, por exemplo, durante a crise financeira americana em 1893.[68] Novamente, nessa ocasião, foi evitado o conflito em potencial entre a estabilidade financeira doméstica e a internacional.

Instabilidade na periferia

Os resultados foram menos satisfatórios fora do centro europeu onde se adotara o padrão ouro.[69] Alguns dos problemas experimentados pelos países da periferia podem ser atribuídos ao fato de que a prática de cooperação raramente alcançava regiões tão distantes. Não se deveu a uma coincidência o fato de que o Banco da Inglaterra tenha sido o alvo de apoio externo em 1890 e, novamente, em 1907. A estabilidade do sistema dependia da participação dos britânicos; assim, o Banco da Inglaterra tinha o peso necessário para cobrar ajuda externa nos momentos de necessidade. Para outros países, a situação era diferente. Os principais bancos centrais sabiam que uma instabilidade financeira poderia se alastrar e, em razão desse risco de contágio, países como a França e Alemanha podiam esperar apoio daqueles bancos. Mas os problemas na periferia não colocavam em risco a estabilidade sistêmica e, por isso, os bancos centrais europeus sentiam-se menos inclinados a ir em socorro de um país, digamos, da América Latina.

Em verdade, muitos países fora da Europa não dispunham de bancos centrais com os quais pudessem articular esse tipo de prática cooperativa. No Estados Unidos, um banco central, o Federal Reserve System, foi estabelecido originalmente em 1913. Muitos países na América Latina e em outras partes do mundo não instituíram bancos centrais nos moldes norte-americanos até

[68] Outra maneira de compreender a resposta dos fluxos de ouro está em perceber que os investidores se deram conta de que com uma quantidade de ouro no valor de um dólar eles poderiam adquirir obrigações contra bancos que valeriam mais que um dólar, uma vez encerrada a suspensão temporária; ouro afluía à medida que os investidores procuravam aproveitar essa oportunidade. Victoria Miller (1995) descreve como este mecanismo funcionou nos Estados Unidos durante a crise de 1893.

[69] Análises sobre o ajuste do padrão ouro na periferia encontram-se em Ford (1962), de Cecco (1974) e Triffin (1947 e 1964).

a década de 20. Os sistemas bancários na periferia eram frágeis e vulneráveis a perturbações que poderiam fazer desmoronar os arranjos financeiros tanto externos como domésticos de um país, especialmente em vista da inexistência de um emprestador de última instância. Uma perda de ouro e de reservas cambiais resultava em uma correspondente diminuição nos meios de pagamento, uma vez que não havia um banco central capaz de esterilizar as saídas do metal do país ou mesmo um mercado de bônus ou de descontos onde se pudessem colocar em prática operações de *esterilização*.

Outros fatores contribuíram para o surgimento de dificuldades especiais na operacionalização do padrão ouro fora da Europa central e setentrional. Os países produtores de "commodities" estavam sujeitos a abalos excepcionalmente fortes nos preços de seus produtos no mercado. Muitos haviam se especializado na produção e exportação de uma pequena diversidade de produtos primários, o que os deixava expostos a flutuações voláteis de seus *termos de troca*. Os países na periferia também sofriam os efeitos desestabilizadores de mudanças nos fluxos de capital internacionais. No caso da Grã-Bretanha e, em menor medida, no de outros credores europeus, um aumento dos empréstimos externos poderia provocar um desequilíbrio na balança do comércio de mercadorias. Cada vez mais, a partir de 1870 — coincidindo com o advento do padrão ouro internacional —, os empréstimos da Grã-Bretanha passaram a financiar os gastos com investimentos no exterior.[70] Os empréstimos tomados pelo Canadá ou pela Austrália para financiar a construção de ferrovias criaram uma demanda por trilhos e locomotivas. Os empréstimos levantados para financiar a construção de portos geraram uma demanda por navios e guindastes. Assim, o fato de a Grã-Bretanha ser uma das mais importantes fontes de exportação de bens de capital para os países aos quais emprestava dinheiro ajudou a estabilizar seu balanço de pagamentos.[71] Em contrapartida, um declínio no volume de fluxos de capital para as regiões geradoras de produtos primários não resultou em um aumento estabilizador na demanda por exportações dessas "commodities" em outras regiões do mundo. Da mesma forma, uma diminuição nas receitas das exportações de "commodities" tornaria um país importador de capital um mercado menos atraente para investidores externos. As entradas de fluxos financeiros cessaram à medida que surgiram dúvidas sobre se as receitas das exportações seriam suficientes para cobrir o serviço do endividamento externo. E à medida que as entradas de capital cessaram, as exportações foram prejudicadas pela escassez de crédito. Os impactos nas contas corrente e de capital, portanto, reforçaram-se mutuamente.

Finalmente, a particular configuração de fatores sociais e políticos que dava suporte à operação do padrão ouro na Europa funcionava com menor eficácia em outras regiões. A experiência norte-americana ilustra o fato. Até a virada do século, eram generalizadas as dúvidas quanto ao grau de comprometimento dos Estados Unidos em relação ao preço, em dólares, do ouro. O sufrágio universal masculino fez crescer a influência política dos pequenos proprietários rurais que se opunham à deflação. Cada um dos estados norte-americanos, inclusive aqueles com uma população rarefeita de colonos dedicados à agricultura e à mineração no Oeste, tinha dois senadores na Câmara Alta do Congresso. A mineração da prata formava um importante setor da economia capaz de exercer forte pressão política. Ao contrário do que ocorria com os agricultores europeus, que enfrentavam a competição de importações e cuja oposição ao padrão ouro podia ser "comprada" com a concessão de proteção tarifária, a agricultura norte-americana voltada para as exportações não se beneficiava de um escudo tarifário. E o fato de que os que exploravam as minas de prata e os agricultores endividados estavam concentrados nas mesmas regiões dos Estados Unidos facilitou a formação de coalizões.

Na década de 1890, o nível de preços nos Estados Unidos registrava uma queda iniciada vinte anos antes. Essa deflação significava preços de produtos mais baixos, mas não acompanhada de uma queda equivalente na carga do endividamento com hipotecas. Na raiz dessa deflação, conjeturava a liderança do movimento populista, estava o fato de que a produção mundial crescia mais rapidamente do que o estoque mundial de ouro. Para deter a queda no nível de preços, concluíram eles, o governo deveria emitir mais dinheiro, idealmente na forma de moedas de prata. Esse foi o objetivo da Lei Sherman de Aquisições de Prata, aprovada em 1890.

Quando o Tesouro adquiriu prata com títulos de curso legal, a chamada moeda representativa ou moeda-papel, os preços pararam de cair, como previsto. A prata substituiu o ouro em circulação. Mas, à medida que as despesas aumentavam, o balanço de pagamentos norte-americano passou a registrar um déficit, drenando ouro do Tesouro. Temia-se que poderia chegar um momento em que o Tesouro não disporia da quantidade de moeda em espécie necessária para converter dólares em ouro. Em 1891, uma fraca co-

---

[70] Cairncross (1953), p. 188. Ver também Feis (1930) e Fishlow (1985).

[71] Outros países mantinham vínculos comerciais mais fracos com os mercados para os quais concediam empréstimos; seus empréstimos para o exterior não estimulavam as exportações de bens de capital em igual medida. Em relação à França, este fato é documentado, por exemplo, por Harry Dexter White (1933).

lheita na Europa provocou um grande aumento nas exportações norte-americanas, adiando o inevitável. Mas a vitória de S. Grover Cleveland na eleição presidencial de 1892 intensificou os temores; os mercados receavam que a recém-empossada administração democrata cedesse à poderosa ala de seu partido defensora da emissão de moeda-papel.[72] O fracasso de mais uma conferência monetária internacional em dezembro de 1892, quando seus participantes não chegaram a um acordo em torno de um sistema bimetálico internacional, intensificou esse clima de inquietação. Em abril de 1893, as reservas de ouro do Tesouro haviam caído para menos de US$ 100 milhões, o mínimo considerado compatível com um patamar de segurança, e a preocupação da opinião pública em relação à estabilidade da moeda tornou-se "aguda".[73] Os investidores converteram seu capital em moedas européias para evitar os prejuízos que sofreriam em ativos denominados em dólares caso a conversibilidade fosse suspensa e o dólar desvalorizado.[74]

No outono de 1893, Cleveland declarou-se favorável à moeda forte, com lastro. A Lei Sherman foi revogada em 1° de novembro por insistência do presidente, o que adiou o problema do dólar. Mas o conflito básico não havia sido eliminado. Ele ressurgiu durante a campanha presidencial seguinte e foi resolvido somente quando o eleitorado rejeitou William Jennings Bryan, o candidato dos democratas e populistas, em favor dos republicanos, elegendo William McKinley. Em sua campanha, Bryan havia defendido uma cunhagem ilimitada de prata, implorando aos eleitores que não crucificassem os agricultores e trabalhadores norte-americanos em uma "cruz de ouro". A perspectiva de uma livre cunhagem da prata e de uma desvalorização do dólar disparou uma *fuga de capitais* e uma elevação das taxas de juro. Somente com a vitória de McKinley, ele próprio um recém-convertido à causa do ouro e da ortodoxia monetária, a tranqüilidade voltou a reinar (e retornaram os capitais em fuga).

O fato de que em 1896 os preços mundiais já haviam começado a subir ampliaram as perspectivas eleitorais de McKinley. As descobertas de ouro na

[72] No Brasil, aconteceu algo semelhante: "em 1889, com a República, reabriram-se as controvérsias entre os metalistas e os papelistas" (Lopes e Rossetti, *Economia monetária*) [N. do T.].

[73] Taus (1943), p. 91. É preciso lembrar que o interregno entre a eleição e a posse de um presidente cobria um período do início de novembro até início de março. A incerteza que poderia resultar de uma demora tão prolongada também desempenhou um papel importante na crise do dólar no início de 1933, como será descrito no cap. 3.

[74] Ver Calomiris (1993).

Austrália ocidental, África do Sul e Alasca e o desenvolvimento do processo de extração de ouro de minérios impuros empregando cianeto estimularam o crescimento da oferta monetária. O desenvolvimento do sistema de reserva fracionária bancária incrementou enormemente a moeda fiduciária. Desfez-se a associação entre o padrão ouro e a deflação. A posição do dólar foi consolidada através da aprovação da Lei do Padrão Ouro de 1900.

Em outros países, as pressões por uma desvalorização da moeda não foram eliminadas com tanta facilidade. Os países "latinos" do sul da Europa e da América do Sul foram repetidamente obrigados a suspender a conversibilidade do ouro e a permitir que suas moedas fossem desvalorizadas. Isso ocorreu nos casos da Argentina, Brasil, Chile, Itália e Portugal.[75] Com freqüência, a explicação para esses países não terem conseguido agir em defesa da conversibilidade foi a influência política dos grupos que defendiam a inflação e a desvalorização. Na América Latina, assim como nos Estados Unidos, a desvalorização era bem-vinda pelos proprietários de terras que haviam assumido hipotecas fixas e pelos exportadores, que desejavam melhorar sua competitividade internacional. E os dois setores eram, freqüentemente, um único grupo de interessados. A esses interesses vieram se somar os dos mineradores, que viam com bons olhos a cunhagem da prata. As nações latino-americanas, especialmente os países menores, continuaram a cunhar moedas de prata muito depois de os principais países europeus terem adotado o ouro para essa finalidade. As perdas de ouro por parte desses países e os problemas na manutenção da conversibilidade da moeda em espécie em ouro eram previsíveis. Em grande parte do mundo, a inexistência dos particulares fatores políticos e sociais que emprestaram ao padrão ouro sua credibilidade na base do sistema europeu tornou sua operação problemática.

A estabilidade do sistema

Se abrirmos um manual de economia internacional, provavelmente leremos que o sistema do padrão ouro era habitualmente o referencial que balizava o equacionamento das questões monetárias internacionais antes de 1913. Entretanto, como mostrei neste capítulo, o padrão ouro tornou-se a base das operações monetárias internacionais na Europa ocidental apenas na

[75] O resultado da suspensão da conversibilidade não foi igual para todos países — nem todos sofreram inflação e desvalorização de suas moedas. Em particular, diversos países europeus que foram obrigados a suspender a conversibilidade continuaram com políticas de relativa estabilidade.

década de 1870. Esse padrão não se disseminou pela maior parte do mundo antes do final do século XIX. Estabilidade na taxa de câmbio e políticas monetárias mecânicas, traços emblemáticos do padrão ouro, eram mais exceções do que normas.

De todos, talvez o aspecto menos normal fossem as circunstâncias econômicas e políticas que permitiram o florescimento do padrão ouro. A posição singular da Grã-Bretanha na economia mundial protegeu seu balanço de pagamentos contra choques e proporcionou as condições para que a libra esterlina ancorasse o sistema internacional. Os vínculos entre, de um lado, as concessões de empréstimos pelos britânicos e, de outro, as exportações de bens de capital estabilizaram as contas externas do país e aliviaram as pressões sobre o Banco da Inglaterra. Em certa medida, as mesmas considerações se aplicam a outros países na base do padrão ouro europeu. Nesse sentido, o fato de o final do século XIX ter sido um período de expansão e crescente multilateralidade no comércio internacional não foi simplesmente uma conseqüência da estabilidade cambial no cenário do padrão ouro. Foram a própria abertura dos mercados e o crescimento do comércio que deram sustentação ao funcionamento do mecanismo de ajuste característico do padrão ouro. O fato de os mercados externos para as exportações britânicas de bens de capital estarem desobstruídos permitiu aos exportadores de mercadorias britânicas avançarem na esteira dos exportadores de capital britânicos, estabilizando o balanço de pagamentos do país que estava na base do sistema. O fato de a Grã-Bretanha e outros países industrializados aceitarem importar sem restrições as "commodities" das regiões exportadoras de produtos primários ajudou-os a arcar com o serviço de suas dívidas externas e a se ajustar a impactos em seus balanços de pagamentos. O funcionamento do sistema do padrão ouro tanto dependia desse sistema de comércio como lhe dava sustentação.

No plano político, o isolamento desfrutado pelas autoridades monetárias permitiu que elas se comprometessem com a manutenção da conversibilidade em ouro. Com isso, estabelecia-se um circuito de realimentação positiva no interior do sistema: a confiança do mercado no compromisso das autoridades fazia com que os "traders" adquirissem uma moeda quando sua taxa de câmbio caía, reduzindo a necessidade de uma intervenção e a inquietação resultante das medidas tomadas para estabilizar o câmbio. O fato de o período de 1871 a 1913 ter sido um interlúdio excepcional de paz na Europa facilitou a cooperação internacional que deu sustentação ao sistema quando sua existência foi ameaçada.

Há razões para duvidar que esse equilíbrio tivesse permanecido estável por muitos anos ainda. Por volta da virada do século, o papel da Grã-Bretanha estava sendo enfraquecido pelo ritmo mais acelerado do crescimento econômico e do desenvolvimento financeiro em outros países. Uma queda na participação das exportações de capital de um país era automaticamente contrabalançada por aumentos em suas exportações de bens de capital. Uma parcela menor de seus empréstimos retornava automaticamente a Londres na forma de depósitos externos.

À medida que as descobertas de ouro da década de 1890 foram ficando para trás, ressurgiu a preocupação em relação ao nível dos estoques de ouro adequado para atender às necessidades de expansão da economia mundial. Não havia clareza quanto ao fato de que a suplementação do estoque de ouro com divisas estrangeiras proporcionava uma base estável para a ordem monetária internacional. O crescimento das reservas cambiais aumentava o risco de que abalos na confiança dos mercados, ao resultar na liquidação de reservas cambiais, em determinado momento pudesse provocar a liquidação do sistema. O crescimento dos Estados Unidos, uma importante fonte de impactos nos mercados financeiros mundiais, fez crescer o risco de que as crises poderiam se tornar ainda mais freqüentes. Os Estados Unidos, embora fossem ainda um país com um perfil acentuadamente agrícola, já eram, ao final do século XIX, a maior economia do mundo. Esse perfil ainda acentuadamente agrícola da economia, aliado ao fato de seu sistema bancário rural ser relativamente rudimentar, resultou em que a demanda por cédulas e moedas — e junto com ela o nível das taxas de juro e a demanda por ouro — sofresse forte elevação a cada nova estação de plantio e colheita. Grande parte desse ouro era sacado de Londres. Com alguma regularidade, os bancos norte-americanos que tivessem esgotado suas reservas ao atender as demandas por crédito experimentavam graves dificuldades. Temendo pela solvência dos bancos, os investidores norte-americanos buscavam no ouro um refúgio seguro, obtendo o metal de países como a Grã-Bretanha e Canadá, o que pressionava seus sistemas financeiros. A capacidade do Banco da Inglaterra de tirar ouro "da lua" — na famosa expressão de Walter Bagehot, jornalista financeiro inglês — foi posta à prova.

Os acontecimentos políticos também não se mostravam propícios. A ampliação dos direitos de cidadania e o surgimento de partidos políticos operários acenaram com a possibilidade de contestação à política das autoridades monetárias, que atribuíam prioridade exclusiva à conversibilidade. A crescente percepção do desemprego e das contradições entre equilíbrio interno e externo emprestaram cunho político às diretrizes monetárias. O crescimento das tensões militares e políticas entre a Alemanha, França e Grã-

Bretanha depois da partilha da África minaram a solidariedade na qual a cooperação financeira se baseara até então.

Indagar se esses desdobramentos ameaçaram prejudicar seriamente a estabilidade do padrão ouro ou se o sistema teria evoluído de modo a acomodá-los tornou-se uma pergunta irrelevante com o início da Primeira Guerra Mundial. Mas, para os leitores interessados em especular sobre a questão, a melhor maneira de buscar uma resposta está no exame das tentativas de reconstrução do sistema monetário internacional na década de 20.

3. INSTABILIDADE ENTRE AS GUERRAS

> A expressão "o padrão ouro" é, em si mesma, uma falácia, uma das mais caras que já iludiu o mundo. O engano está em que ela sugere existir um, e apenas um, determinado padrão ouro. Assumir que sejam idênticos padrões monetários amplamente divergentes, todos sob um rótulo comum — o padrão ouro —, levou, recentemente, o mundo à beira da ruína.
>
> Sir Charles Morgan-Webb
> *The Rise and Fall of the Gold Standard*

No capítulo anterior, vimos como o padrão ouro no período que antecedeu a guerra foi sustentado por um particular conjunto de circunstâncias políticas e econômicas específicas àquele momento e lugar. A experiência do entreguerras afirma o mesmo, através de um contra-exemplo. A libra esterlina, que havia se constituído em um ponto focal para a harmonização das políticas monetárias, já não desfrutava de uma posição privilegiada na economia mundial. Pertencia ao passado a predominância industrial e comercial da Grã-Bretanha, que havia sido obrigada a vender muitos de seus ativos no exterior durante a Primeira Guerra Mundial. O grau de complementaridade entre os investimentos no exterior e as exportações de bens de capital britânicos já não era tão grande quanto antes de 1913. Países como a Alemanha, que haviam sido credores internacionais, estavam reduzidos a um status devedor e passaram a depender da importação de capital dos Estados Unidos para a manutenção do equilíbrio externo.

Com o avanço do sindicalismo e da burocratização dos mercados de trabalho, os salários já não reagiam às instabilidades com sua tradicional rapidez.[1] Instabilidades negativas provocaram desemprego, intensificando a

[1] Emprego a expressão "burocratização" dos mercados de trabalho — tomada de empréstimo do título do livro de Sanford Jacoby publicado em 1985 — com referência ao surgimento dos departamentos de pessoal e outras estruturas formais de gerenciamento das relações com os empregados em grandes empresas.

Bretanha depois da partilha da África minaram a solidariedade na qual a cooperação financeira se baseara até então.

Indagar se esses desdobramentos ameaçaram prejudicar seriamente a estabilidade do padrão ouro ou se o sistema teria evoluído de modo a acomodá-los tornou-se uma pergunta irrelevante com o início da Primeira Guerra Mundial. Mas, para os leitores interessados em especular sobre a questão, a melhor maneira de buscar uma resposta está no exame das tentativas de reconstrução do sistema monetário internacional na década de 20.

3. INSTABILIDADE ENTRE AS GUERRAS

A expressão "o padrão ouro" é, em si mesma, uma falácia, uma das mais caras que já iludiu o mundo. O engano está em que ela sugere existir um, e apenas um, determinado padrão ouro. Assumir que sejam idênticos padrões monetários amplamente divergentes, todos sob um rótulo comum — o padrão ouro —, levou, recentemente, o mundo à beira da ruína.

Sir Charles Morgan-Webb
The Rise and Fall of the Gold Standard

No capítulo anterior, vimos como o padrão ouro no período que antecedeu a guerra foi sustentado por um particular conjunto de circunstâncias políticas e econômicas específicas àquele momento e lugar. A experiência do entreguerras afirma o mesmo, através de um contra-exemplo. A libra esterlina, que havia se constituído em um ponto focal para a harmonização das políticas monetárias, já não desfrutava de uma posição privilegiada na economia mundial. Pertencia ao passado a predominância industrial e comercial da Grã-Bretanha, que havia sido obrigada a vender muitos de seus ativos no exterior durante a Primeira Guerra Mundial. O grau de complementaridade entre os investimentos no exterior e as exportações de bens de capital britânicos já não era tão grande quanto antes de 1913. Países como a Alemanha, que haviam sido credores internacionais, estavam reduzidos a um status devedor e passaram a depender da importação de capital dos Estados Unidos para a manutenção do equilíbrio externo.

Com o avanço do sindicalismo e da burocratização dos mercados de trabalho, os salários já não reagiam às instabilidades com sua tradicional rapidez.[1] Instabilidades negativas provocaram desemprego, intensificando a

[1] Emprego a expressão "burocratização" dos mercados de trabalho — tomada de empréstimo do título do livro de Sanford Jacoby publicado em 1985 — com referência ao surgimento dos departamentos de pessoal e outras estruturas formais de gerenciamento das relações com os empregados em grandes empresas.

pressão para que os governos reagissem de maneiras que poderiam por em risco o padrão monetário.[2] Os governos do pós-guerra estavam mais suscetíveis a essa pressão em vista da extensão dos direitos de cidadania, do crescimento dos partidos trabalhistas parlamentares e do crescimento dos investimentos sociais. Não era mais possível contar com nenhum dos fatores que haviam dado sustentação ao padrão ouro no período anterior à guerra.

Em conseqüência, o padrão ouro no período entre as guerras, ressuscitado na segunda metade da década de 20, compartilhava poucos dos méritos do funcionamento do sistema antes da guerra. Com a perda da tradicional flexibilidade nos mercados de trabalho e de "commodities", o novo sistema não era capaz de absorver impactos com facilidade. Uma vez que os governos não tinham como se defender das pressões que reivindicavam estímulos ao crescimento e emprego, o novo regime não tinha credibilidade. Quando o sistema era perturbado, o capital financeiro, que no passado fluíra em direções estabilizadoras, agora empreendia fugas, transformando uma perturbação limitada numa crise econômica e política. A queda na atividade econômica de 1929, que se transformou na Grande Depressão, foi exatamente um reflexo desse processo. E ele terminou por vitimar também o próprio padrão ouro.

Uma das lições desse episódio foi a futilidade das tentativas de voltar os ponteiros do relógio da História. Reconheceram-se, afinal, como permanentes, as relações trabalhistas burocratizadas, o peso de fatores político-partidários na formulação das políticas e outros aspectos característicos do mundo no século XX. Quando se empreendeu novamente, na década de 40, um esforço de reconstrução do sistema monetário internacional, a nova concepção passou a incorporar tanto uma maior flexibilidade da taxa de câmbio para absorver impactos como restrições aos fluxos de capital internacionais para conter a especulação desestabilizadora.

Cronologia

Se a essência do sistema anterior à Primeira Guerra Mundial era o compromisso dos governos em relação à conversão das moedas domésticas em quantidades fixas de ouro e a liberdade para que as pessoas exportassem e importassem ouro obtido de fontes oficiais e outras, com a Primeira Guerra Mundial isso acabou abruptamente. O metal precioso tornou-se um recurso essencial para adquirir do exterior os suprimentos necessários para alimentar a máquina bélica. Os governos promulgaram leis e impuseram normas proibindo exportações de ouro, exceto se autorizadas por licenças que eles raramente se dispunham a conceder. Com a perturbação na arbitragem no mercado do ouro, as taxas de câmbio começaram a flutuar. Essa flutuação era limitada pela aplicação de controles que proibiam a maioria das transações em moeda estrangeira.

Para mobilizar recursos para a guerra, as autoridades impuseram novos impostos e emitiram bônus governamentais. Quando os recursos assim mobilizados mostraram-se inadequados, foram suspensos os estatutos exigindo que os governos lastreassem suas respectivas moedas em ouro ou divisas estrangeiras. Eles emitiram *moeda fiat* ou fiduciária (papel sem lastro) para pagar seus soldados e adquirir equipamento bélico no mercado doméstico. Os diferentes volumes de emissão de *moeda fiduciária* nos diversos países causaram grandes variações nas taxas de câmbio.

Em conseqüência, parte da reconstrução no pós-guerra foi de caráter monetário. Ao conceder empréstimos aos governos francês e britânico, os Estados Unidos ajudaram seus aliados a atrelar suas moedas ao dólar a um câmbio algo desvalorizado. O final da guerra significou o fim desse apoio. Como a inflação na Grã-Bretanha e em outros países da Europa fosse mais elevada do que nos Estados Unidos, o governo britânico se deu conta de que o fim do apoio norte-americano o deixaria vulnerável a volumosas perdas de ouro caso tentasse manter a libra supervalorizada e, assim, suspendeu a conversibilidade de sua moeda. Entre todas as moedas importantes, somente o dólar manteve sua conversibilidade em ouro. Embora os controles fossem rapidamente eliminados, passaram-se anos antes que a conversibilidade fosse restaurada.

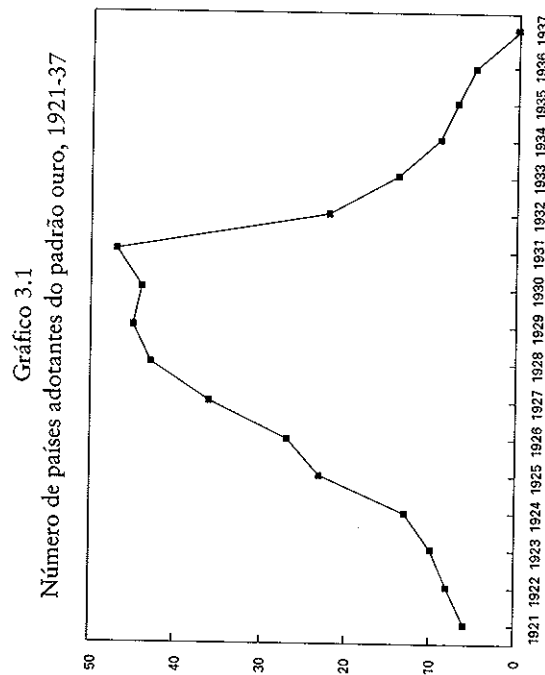
Um aspecto notável dos acordos monetários internacionais no pós-guerra foi a liberdade de flutuação das moedas. Via de regra, os bancos centrais não intervinham no mercado de câmbio. A primeira metade da década de 20 constitui-se, portanto, em um exemplo de um regime cambial de flutuação relativamente limpa.

Entre os primeiros países a restabelecer a conversibilidade em ouro estavam aqueles que tinham sofrido *hiperinflação*: Áustria, Alemanha, Hungria e Polônia. Nesses países, a inflação havia sido alimentada pelo papel-moeda usado para financiar déficits orçamentários dos governos. Ao cabo de algum tempo, o problema terminou por gerar sua própria solução. A oposição

[2] Empregando dados de uma amostra de seis países industrializados, Tamim Bayoumi e eu (1996) verificamos haver um achatamento da inclinação média da curva de oferta agregada, o que é coerente com o ponto de vista de que a flexibilidade nominal diminuiu no período anterior à Primeira Guerra e entre a Primeira e a Segunda Guerras Mundiais. Robert Gordon (1982) mostra que esse crescimento na rigidez nominal foi maior nos Estados Unidos do que no Reino Unido ou no Japão, o que é coerente com atribuí-la à burocratização dos mercados de trabalho, tendo em vista que os departamentos de pessoal e mercados de trabalho internos surgiram e se disseminaram inicialmente nos Estados Unidos.

a aumentos nos impostos e cortes nos gastos foi posta em segundo plano em face do trauma da inflação descontrolada e do colapso da economia monetária. As taxas de câmbio foram estabilizadas na Áustria em 1923, na Alemanha e na Polônia em 1924, e na Hungria em 1925. Esses países emitiram novas moedas cujo volume em circulação era regulado por provisões contidas na legislação do padrão ouro. As reservas eram reabastecidas por empréstimos endossados pela Liga das Nações (e, no caso da Alemanha, pela Comissão de Reparações instituída para supervisionar as transferências compensatórias para os Aliados). Como condição para essa ajuda externa, fortaleceu-se a independência dos bancos centrais.

Os países que haviam experimentado processos inflacionários moderados estabilizaram suas moedas e restauraram a conversibilidade em ouro sem uma reforma monetária nos moldes daquela promovida na Alemanha. A Bélgica estabilizou sua moeda em 1925, a França em 1926, e a Itália em 1927.[3] Cada um desses países havia sofrido inflação e desvalorização de suas moedas durante o período da flutuação. Ao final de 1926, o valor do franco francês, por exemplo, havia caído para apenas um quinto de seu valor em dólares antes da guerra. Uma vez que a tentativa de reverter mais do que uma fração dessa

Gráfico 3.1
Número de países adotantes do padrão ouro, 1921-37

Fonte: Palyi (1972), tabela IV-1.1.

[3] No caso da França, isto se refere à estabilização *de facto* do franco. A estabilização *de jure* veio em junho de 1928.

inflação poderia desestabilizar a economia, a França e outros países em sua situação decidiram, em vez disso, estabilizar suas taxas de câmbio em torno dos níveis da época.

Os países nos quais a inflação havia sido controlada em seu início puderam restaurar o preço do ouro e a tradicional taxa de câmbio frente ao dólar vigentes antes da guerra. Isso foi feito pela Suécia em 1924. A restauração da paridade vigente antes da guerra na Grã-Bretanha em 1925 induziu a Austrália, a Holanda, a Suíça e a África do Sul a acompanhar a decisão. Depois que uma massa crítica de países restaurou o padrão ouro, o fator de externalidade em rede do sistema atraiu os demais países para o rebanho. Canadá, Chile, Tchecoslováquia e Finlândia estabilizaram suas moedas em 1926. A França fez o mesmo no final do ano. O gráfico 3.1 apresenta o número de países que adotavam o padrão ouro de 1921 a 1937.

Se a estabilização da moeda na França em 1926 for tomada como marco do renascimento do padrão ouro, e a desvalorização da libra pela Grã-Bretanha em 1931 como sua extinção, nesse caso o padrão ouro no período entreguerras teve vigência como um sistema global durante menos de cinco anos. Mesmo antes desse triste fim, sua operação era considerada insatisfatória. O mecanismo de ajuste era inadequado: países com moeda fraca, como a Grã-Bretanha, sofriam déficits crônicos em seus balanços de pagamentos e uma hemorragia de ouro e reservas cambiais, ao passo que os países com moedas fortes, como a França, registravam persistentes superávits. Os ajustes nos mercados de ativos e de "commodities" necessários para restaurar o equilíbrio às contas externas parecia não funcionar. O estoque mundial de reservas era inadequado: ele sofreu um declínio abrupto em 1931, quando os bancos centrais desataram, desordenadamente, a converter suas divisas estrangeiras em ouro.

Antes da Primeira Guerra Mundial, como vimos no capítulo 2, o padrão ouro nunca tinha se estabelecido solidamente fora dos países industrializados, fato atribuído à inexistência das instituições necessárias. Acompanhando o exemplo dos Estados Unidos, que procuraram corrigir as deficiências de seu sistema financeiro através da criação do Federal Reserve System em 1913, os países da América Latina e de outras regiões instituíram bancos centrais na década de 20. Especialistas em medicina monetária, como Edwin Kemmerer, da Universidade Princeton, vagavam pelo mundo pregando o evangelho do padrão ouro e da independência dos bancos centrais. Mas a simples existência de um banco central não era garantia de estabilidade. Mantendo-se o padrão reinante antes da guerra, o romper da Grande Depressão em 1929 resultou no colapso do padrão ouro na periferia. Os países expor-

tadores de produtos primários foram afetados negativa e simultaneamente por quedas na importação de capital e nas receitas das exportações de "commodities". Com o declínio em suas reservas, os bancos centrais foram obrigados a aceitar uma contração de seus meios de pagamento. Fatores políticos então entraram em cena. O aprofundamento da deflação fortaleceu a posição daqueles que defendiam o relaxamento das restrições do padrão ouro com o objetivo de interromper a espiral descendente. Respondendo a esses apelos, os governos da Argentina e Uruguai limitaram a conversibilidade do ouro no final de 1929. O Canadá adotou um embargo sobre as exportações de ouro equivalente a uma desvalorização. Brasil, Chile, Paraguai, Peru, Venezuela, Austrália e Nova Zelândia limitaram seu padrão ouro através da imposição de dificuldades para a obtenção de ouro e permitindo que suas moedas caíssem abaixo de suas paridades oficiais.

No verão de 1931, a instabilidade se alastrou, penetrando o núcleo industrializado do sistema. Áustria e Alemanha sofreram crises bancárias e corridas contra suas reservas internacionais. Quanto maior o socorro prestado a seus sistemas bancários, mais rapidamente seus bancos centrais sofriam uma hemorragia de ouro. Eles foram levados a suspender a conversibilidade e aplicar *controles cambiais*. A situação do balanço de pagamentos da Grã-Bretanha, já enfraquecido pela queda nas receitas de investimentos no exterior provocados pela Depressão, foi agravada ainda mais com a crise no sistema bancário da Europa Central. O governo britânico suspendeu a conversibilidade em setembro de 1931, depois das pressões que se fizeram sentir sobre as reservas do Banco da Inglaterra. Em poucas semanas, diversos outros países acompanharam a decisão. Muitos praticavam um comércio intenso com a Grã-Bretanha e dependiam de financiamentos do mercado londrino: para esses países fazia sentido atrelar suas moedas à libra e manter suas reservas cambiais em libras esterlinas em Londres.

Em 1932, o sistema monetário internacional havia se fracionado em três blocos: os países do padrão ouro residual, à frente os Estados Unidos; a *área da libra esterlina* (formada pela Grã-Bretanha e pelos países que haviam atrelado suas moedas à libra); e os países da Europa central e oriental, liderados pela Alemanha, onde era praticado o controle sobre o câmbio. Uns poucos países não pertenciam a nenhum grupo: o Canadá, com laços tanto com os Estados Unidos como com o Reino Unido, abandonou o padrão ouro — seguindo o exemplo da Grã-Bretanha —, mas não permitiu que sua moeda se desvalorizasse tanto quanto a libra esterlina, com o objetivo de evitar desestabilizar suas relações financeiras com os Estados Unidos. O Japão, que disputava com Lancashire os mercados mundiais de têxteis, abandonou, como

a Grã-Bretanha, o padrão ouro, mas não aderiu à área da libra. As externalidades em rede, que haviam induzido os países a estabelecer um padrão monetário comum no cenário da economia mundial integrada de fins do século XIX, faziam-se sentir com menor influência no fragmentado mundo econômico da década de 30.

E esse sistema monetário internacional tripolar também não era particularmente estável. A desvalorização da moeda pela Grã-Bretanha e seus parceiros na área da libra, aliada à adoção do controle do câmbio pela Alemanha e seus vizinhos na Europa oriental, minou o balanço de pagamentos dos países que continuavam praticando o padrão ouro. Estes foram obrigados a impor medidas monetárias e fiscais restritivas para defender suas reservas, o que fez cair ainda mais seus níveis de atividade econômica. Cresceram as pressões políticas pretendendo abrandar essas políticas de austeridade. Os "traders" começaram a vender moedas lastreadas em ouro, prevendo uma mudança iminente de política. Ao sofrer quedas em suas reservas, os bancos centrais foram obrigados a elevar suas taxas de juro, agravando o desemprego e intensificando a pressão pela desvalorização, que era a causa da fuga de capitais. Por fim, cada país membro do *bloco do ouro* foi obrigado a suspender a conversibilidade e desvalorizar sua moeda. A vitória de Franklin Delano Roosevelt sobre Herbert Hoover na eleição presidencial norte-americana de 1932 deveu-se em não pequena medida às conseqüências macroeconômicas da determinação de Hoover a defender o padrão ouro. Uma das primeiras medidas adotadas pelo novo presidente foi fazer com que os Estados Unidos abandonassem o padrão ouro, num esforço para deter a queda dos preços. Diariamente, e durante nove meses sucessivos, Roosevelt elevou o preço do dólar pelo qual a *Companhia Financeira de Reconstrução* adquiria ouro, fazendo com que a moeda perdesse 40% de seu valor em relação às moedas dos países do padrão ouro. Embora a desvalorização do dólar tivesse ajudado a conter a crise no sistema bancário norte-americano e a colocar os Estados Unidos no caminho da recuperação, essa medida foi sentida por outros países como uma deterioração em suas posições competitivas. Assim, intensificaram-se as pressões sobre os demais membros do bloco do ouro. A Tchecoslováquia promoveu sua desvalorização em 1934, a Bélgica em 1935, a França, a Holanda e a Suíça em 1936. Através desse processo caótico, o padrão ouro cedeu espaço, mais uma vez, à adoção de taxas flutuantes.

Desta vez, porém, em contraste com o episódio das taxas de câmbio livremente flexíveis registrado na primeira metade da década de 20, os governos fizeram intervenções no mercado cambial. Foram criadas as *Contas de Equalização Cambial* para desempenhar esse papel. Geralmente, elas "se

inclinavam contra o vento", comprando uma moeda quando sua taxa de câmbio caía e vendendo-a quando ela registrava uma valorização. Às vezes, os governos vendiam ativos nacionais com o objetivo de fazer baixar a taxa de câmbio e proporcionar uma vantagem competitiva para os produtores.

A EXPERIÊNCIA DA FLUTUAÇÃO: O CONTROVERTIDO CASO DO FRANCO

A década de 20, o primeiro período no século XX durante o qual se permitiu a livre flutuação das taxas de câmbio, teve um profundo impacto na percepção dos arranjos monetários. As taxas flutuantes foram alvo de críticas por sua volatilidade e susceptibilidade à especulação desestabilizadora — ou seja, por sua tendência a ser perturbada por vendas e compras especulativas ("fluxos de dinheiro quente", como eram denominados) desvinculadas dos fundamentos econômicos.

Desapontadas com os resultados dessa experiência, as autoridades procuraram evitar sua repetição. Com a retomada da flutuação depois do colapso do padrão ouro no período do entreguerras, os governos intervieram para limitar as flutuações das moedas. Na década de 30, a flutuação foi administrada justamente em razão da insatisfação com seu desempenho na década anterior. E quando, depois da Segunda Guerra Mundial, chegou o momento de reconstruir o sistema monetário internacional, não houve hesitação em aplicar controles sobre os fluxos de capital internacionais. Não resta dúvida de que os eventos da década de 20 ainda estavam presentes na lembrança.

O relato definitivo sobre a experiência do período do entreguerras foi um estudo da Liga das Nações produzido pelo economista Ragnar Nurkse, cuja publicação coincidiu com as negociações de Bretton Woods envolvendo a criação da ordem monetária internacional pós-Segunda Guerra Mundial.[4] Em seu trabalho, Nurkse faz uma crítica abrangente das taxas flutuantes. Ele se valeu da tipicidade do exemplo do franco francês, sobre o qual escreveu:

> A história do franco francês do pós-guerra até o final de 1926 fornece um exemplo instrutivo das variações totalmente livres e não controladas das taxas de câmbio [...] Os perigos de [...] movimentos cumulativos e auto-agravantes sob um regime cambial em livre flutuação são claramente demonstrados pela experiência francesa [...] Movimentos auto-agravantes, em vez de promover um ajuste na balança de pagamentos, tendem a intensificar qualquer desequilíbrio inicial e produzir o que pode ser denominado condições "explosivas" de instabilidade [...] Podemos, em particular, lembrar o exemplo do franco francês no período de 1924 a 1926.

É difícil imaginar uma condenação mais enfática. Mas, à medida que as memórias dos traumas no período entre as guerras começaram a se transformar em uma lembrança distante, revisionistas começaram a questionar a visão de Nurkse. Entre esses, o mais destacado foi Milton Friedman, observando que a crítica às taxas flutuantes feita por Nurkse repousava quase inteiramente apenas no comportamento do franco, questionando mesmo se o caso da moeda francesa daria suporte à interpretação de Nurkse. "As evidências oferecidas por Nurkse não justificam nenhuma conclusão incontestável", escreveu Friedman. "Na verdade, com base unicamente nos dados utilizados, elas me parecem claramente menos favoráveis à conclusão tirada por Nurkse, de que a especulação foi desestabilizadora, do que à conclusão oposta, de que a especulação foi estabilizadora."[5]

Tanto Friedman como seus seguidores não discordaram de Nurkse por ele ter caracterizado como volátil a taxa de câmbio do franco, mas eles argumentaram que sua volatilidade era simplesmente um reflexo da volatilidade das políticas monetária e fiscal. A taxa de câmbio havia se mostrado instável porque as políticas haviam sido instáveis. Para esses autores, a história do franco não oferece justificativas para duvidar de que taxas flutuantes podem funcionar satisfatoriamente quando as políticas monetária e fiscal são definidas de maneira sensata e coerente.

Nurkse, porém, havia proposto um diagnóstico específico para as dificuldades inerentes às taxas flutuantes — ele afirmara que elas estavam sujeitas a "movimentos cumulativos e auto-agravantes" que tendiam a "intensificar qualquer desequilíbrio inicial". Não havia, portanto, desacordo em relação à instabilidade das políticas. As diferenças estavam centradas no argumento de Nurkse de que a instabilidade nas políticas era em si mesma induzida, ou pelo menos agravada, pelas flutuações na taxa de câmbio; seus críticos opunham o argumento de que a instabilidade nas políticas era a causa, e a instabilidade da taxa de câmbio, sua conseqüência. Segundo o ponto de vis-

[4] Nurkse (1944). Este é o influente estudo citado no cap. 2 com referência ao número de violações das regras do jogo por bancos centrais no período entre as guerras.

[5] Friedman (1953), p. 176. Leland Yeager (1966), p. 284, na mesma linha, sugeriu que "os detalhes históricos [...] comprometem as conclusões [de Nurkse]".

ta dos críticos, a taxa de câmbio era decorrente das políticas, ao passo que Nurkse enxergava a relação de causalidade também no sentido inverso.

Friedman e outros analistas têm pouca dificuldade em explicar a evolução dos acontecimentos de 1924.[6] A inflação e a desvalorização da moeda na França nesse período são explicáveis em termos dos grandes déficits orçamentários derivados do financiamento dos custos de reconstrução do pós-guerra e assumido através de compras de dívidas do governo pelo Banco da França. A desvalorização acelerava a cada vez que novas informações tornavam-se disponíveis sobre a dimensão provável dos déficits orçamentários e como eles seriam financiados.

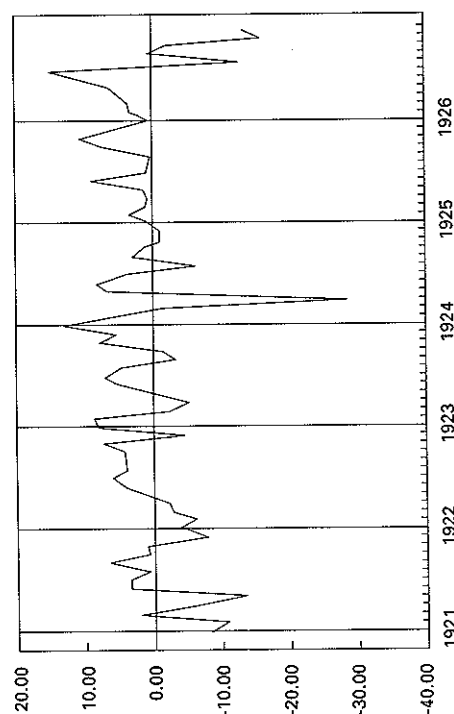
Esses déficits persistiram por mais de meia década. Novos programas sociais eram reivindicados pelos homens e mulheres que haviam defendido a nação francesa. O elevado custo de reparação das estradas, ferrovias, minas, fábricas e casas destruídas nos dez *départements* do Nordeste, onde haviam ocorrido os combates mais destrutivos, constituíam um ônus adicional para as autoridades fiscais. Ao mesmo tempo, as receitas eram pequenas em virtude do ritmo lento da recuperação. Discordâncias sobre quais programas sociais deveriam ser cortados e quais impostos deveriam ser aumentados resultaram em um demorado impasse fiscal. Os partidos de esquerda exigiam maiores impostos sobre o capital e sobre os ricos; os de direita pediam reduções nos gastos sociais. Enquanto não se conseguia um acordo, a inflação e a desvalorização da moeda persistiam.

O governo francês era obrigado, por uma lei de 1920, a pagar anualmente 2 bilhões de francos de todos os empréstimos tomados junto ao banco central. Uma vez que isso exigia superávits orçamentários, essa legislação estabilizou as expectativas no campo da política fiscal e fortaleceu a confiança na moeda. Entretanto, era mais fácil determinar que os pagamentos fossem feitos do que efetivamente honrá-los. Repetidamente, o governo deixou de cumprir o prazo estipulado para seu pagamento anual, e mesmo quando obedeceu a letra da lei, desrespeitou seu espírito, ao financiar seus pagamentos ao banco central tomando empréstimos junto a bancos privados aos quais o banco central concedia empréstimos. Em 1922, esse recurso trapaceiro havia ficado evidente e a desvalorização da moeda se acelerou.

[6] O mais completo relato e análise do comportamento do franco na década de 20 continua sendo o de Dulles (1929).

Para tornar ainda mais complicada a disputa em torno da questão dos impostos, havia o conflito envolvendo a contribuição da Alemanha para com a reconstrução da economia francesa. Uma decisão de aumentar os impostos iria contra o argumento de que o inimigo derrotado deveria financiar os custos de reconstrução da França. A posição francesa era de que a nação tinha sofrido tanto com a guerra que não dispunha dos recursos para financiar sua reconstrução. A França argumentava que os déficits no orçamento eram prova desse fato. Quanto maiores os déficits e mais rápido o avanço da inflação e a desvalorização da moeda que eles provocavam, mais forte resultava a posição de negociação da França.

No curso de 1924, as flutuações do franco foram moldadas pelo curso dessas negociações. Cada vez que parecia que reparações substanciais viriam a ser honradas, os analistas recalculavam para menos suas previsões sobre os déficits orçamentários franceses e suas expectativas de inflação e desvalorização da moeda. Por exemplo, o franco registrou uma valorização em 1921, quando os Aliados concordaram em obrigar a Alemanha ao pagamento de US$ 31 bilhões. A expectativa se frustrou em junho de 1922, quando uma comissão de especialistas submeteu à Comissão de Reparações uma avaliação pessimista sobre a capacidade da Alemanha de honrar o compromisso (ver gráfico 3.2).

Gráfico 3.2
Taxas de câmbio nominais: franco francês-dólar americano, 1921-26
(variação percentual mensal)

Fonte: Federal Reserve Board (1943). Nota: A taxa de câmbio foi definida de tal forma que um aumento indica uma desvalorização do franco francês. As linhas verticais representam o mês de janeiro de cada ano.

Aproximadamente nessa época, ficou claro que o novo primeiro-ministro francês, Raymond Poincaré, em vez de mostrar-se aberto a um compromisso, estava disposto a obter as reparações pela força. Para cumprir essa ameaça, em janeiro de 1923 os exércitos francês e belga invadiram o Ruhr. Essa região produzia 70% do carvão, ferro e aço da Alemanha, tornando-a uma óbvia fonte de reparações em espécie. Nos primeiros meses da ocupação, o franco registrou uma valorização, refletindo as expectativas de que a ocupação viria a se constituir em solução para o problema orçamentário francês. Como ficou evidente que a resistência passiva da Alemanha estava frustrando o esforço para obter o pagamento à força, o terreno que havia sido conquistado foi perdido. Os trabalhadores alemães recusavam-se a cooperar com os exércitos de ocupação e seu governo imprimiu quantidades astronômicas de dinheiro na forma de papel-moeda (em determinadas ocasiões apenas em um dos lados das cédulas para poupar tempo e capacidade de impressão) para pagar seus salários. Assim, quando os esforços emperraram e não se concretizaram os resultados esperados da expedição militar, o franco voltou a cair, e dessa vez mais rapidamente do que antes, em conseqüência do custo extra das operações de um exército de ocupação.

Quando se vislumbrou a possibilidade de um acordo sobre as reparações, no final de 1923, o franco registrou uma estabilização. Foi nomeada uma comissão sob a presidência de Charles Dawes, um banqueiro norte-americano, para intermediar um compromisso. Assim que se tornou evidente que a Comissão Dawes estava disposta a recomendar o adiamento da maior parte dos pagamentos das reparações, o franco voltou a registrar uma desvalorização. Pelo segundo ano consecutivo, o governo pediu ao Parlamento que promulgasse uma lei especial isentando-o da obrigação de pagar sua dívida de 2 bilhões de francos dos empréstimos tomados junto ao banco central, desmoralizando o mercado.

Por fim, chegou-se a um compromisso envolvendo as reparações consubstanciado no Plano Dawes. A Alemanha comprometia-se a realizar pagamentos anuais no montante de aproximadamente 1% de sua renda nacional. O valor absoluto das transferências cresceria com a expansão da economia alemã. Além de suplementar outras fontes de receitas do governo francês, o acordo tornava o cenário internacional suficientemente claro para que as autoridades francesas atacassem seus problemas fiscais sem enfraquecer sua posição internacional. Com o acordo, foram eliminadas as vantagens de retardar a negociação de um acordo no plano doméstico com o objetivo de fortalecer a posição do país em suas negociações com a Alemanha. O Bloco Nacional, uma coalizão de partidos de centro-direita, teve sucesso em aumentar os

impostos sobre a circulação de mercadorias e sobre o consumo em cerca de 20%. O equilíbrio orçamentário foi restaurado. Os empréstimos tomados pelo Estado caíram de 3,8 bilhões de francos de antes da guerra em 1923 para 1,4 bilhões em 1924 e 0,8 bilhão em 1925. Isso permitiu que o governo levantasse empréstimos de US$ 100 milhões através do J. P. Morgan and Co., um banco de investimentos de Nova York, e de mais de US$ 20 milhões através do Lazard Frères, de Londres. A taxa de câmbio melhorou abruptamente.[7]

Se esse tivesse sido o final da história, as críticas contra Nurkse teriam uma base sólida para sustentar que a instabilidade do franco simplesmente foi um reflexo da instabilidade nas políticas francesas. Mas, a despeito da restauração do equilíbrio no orçamento e da eliminação das mais sérias fontes de incerteza quanto às reparações de guerra, o franco retomou sua desvalorização em 1925. Do patamar de 19 francos por dólar no início do ano, a moeda francesa caiu para 28 francos por dólar no fim de 1925 e 41 francos por dólar em julho de 1926. Os "traders" vendiam francos prevendo mais quedas, provocando a própria desvalorização que temiam. Quanto mais a taxa de câmbio divergia de sua paridade no período anterior à guerra, tornava-se menos provável que o governo estivesse preparado para impor a deflação radical necessária para restaurar o nível de preços e a taxa de câmbio anterior à guerra; na prática, aqueles que contemplavam as perspectivas de uma desvalorização tinham apenas uma aposta de mão única. À medida que os responsáveis pela fixação de salários e preços passaram a encarar a desvalorização como permanente, os impactos da desvalorização da moeda na inflação ganharam velocidade. Somente depois de perder mais da metade de seu valor remanescente é que o franco foi finalmente estabilizado, um ano e meio mais tarde, tendo, aparentemente, sofrido precisamente o "movimento cumulativo e de auto-agravamento" mencionado na advertência de Nurkse.[8]

---

[7] Isso é evidente no pico descendente mostrado no gráfico 3.2. Há duas interpretações para essa mudança de cenário. Uma é que o governo usou esses recursos para intervir no mercado de câmbio adquirindo francos e, dessa forma, dando uma dura lição aos especuladores que haviam negociado vendas da moeda francesa a descoberto, prevendo uma desvalorização ainda maior. A outra é que os fundamentos do mercado haviam mudado: equilíbrio fiscal, um acordo envolvendo as reparações de guerra e um empréstimo garantindo a obtenção de moeda forte em volume suficiente para defender a taxa de câmbio — tudo se somou, oferecendo razões sólidas para a mudança de sentimento no mercado.

[8] Essa é a conclusão de Pierre Sicsic (1992) em sua análise do episódio.

Infelizmente, para aqueles que acreditam que esse episódio sustenta a hipótese de uma especulação desestabilizadora, uma segunda interpretação é igualmente coerente com os fatos. Embora não possamos encontrar evidências de instabilidade nas políticas correntes, nas estatísticas orçamentárias ou na velocidade de criação de dinheiro, podem ter existido razões para prever um ressurgimento da instabilidade.[9] O Plano Dawes havia estabelecido os termos de um acordo para o conflito envolvendo as reparações de guerra entre a França e a Alemanha, mas não havia colocado um ponto final na disputa doméstica em torno dos impostos. Os aumentos nos impostos indiretos adotados em 1924 pelo governo de centro-direita de Poincaré enfrentaram oposição por parte da esquerda. A coalizão de Poincaré foi derrubada em eleições realizadas naquele ano e substituída por um governo de centro-esquerda liderado por Édouard Herriot, que era mais conhecido por sua biografia de Beethoven do que por alguma competência em questões econômicas. Os investidores temiam que o novo governo fosse substituir o imposto indireto de Poincaré por outro, sobre a riqueza e a renda — fixando em 10% uma *taxação sobre o capital*, pagável ao longo de dez anos. O Senado, dominado por representantes de membros abastados da sociedade eleitos por conselhos locais, derrubou o governo de Herriot com um voto de desconfiança na primavera de 1925. Cinco governos minoritários ineficazes se sucederam ao longo dos catorze meses seguintes. Durante todo esse período, permaneceu a possibilidade da adoção de uma taxação sobre o capital. Em maio de 1926, reportando sobre sua viagem à Europa, Benjamin Strong, do Federal Reserve Bank de Nova York, comentou os rumores de que o governo seria dissolvido em favor de mais um governo encabeçado por Herriot, "que, naturalmente, teria o apoio dos partidários de Blum [socialistas], que defendem tão vigorosamente a taxação do capital. Se essa ala vier a assumir o governo, a situação ficará, sem dúvida, muito pior. O povo francês ficaria amedrontado, e temo que a rejeição ao franco cresceria".[10]

Procurando se proteger, cidadãos abastados valeram-se de artifícios para levar seus ativos para fora do país. Eles converteram *consols*, assim como outros ativos denominados em francos, em títulos denominados em libras e dólares, e em depósitos bancários em Londres e Nova York. A conversão em libras esterlinas e dólares fez com que o franco despencasse. E quanto mais investidores transferiam seus ativos para fora do país, mais forte se tornava o estímulo para que outros fizessem o mesmo. A fuga desses ativos reduziu a base sobre a qual poderia ser aplicada a taxação do capital, o que implicaria impostos mais elevados sobre os ativos que permaneciam no país. Assim como uma corrida de depositantes para sacar suas economias provocada pela visão de uma fila às portas de um banco, a onda de rejeição ao franco, uma vez posta em movimento, passou a alimentar-se a si mesma.

Por fim, a esquerda não obteve a maioria parlamentar necessária à aprovação da taxação do capital. Mas isso só ficou evidente no verão de 1926. Nos estágios derradeiros da crise, entre outubro de 1925 e julho de 1926, havia, em média, um novo ministro das Finanças a cada cinco semanas. As conseqüências para a confiança eram previsíveis. "Toda a França, hoje, está fervilhando de ansiedade", era como um jornal caracterizava a situação.[11]

"A crise do franco" foi finalmente solucionada em julho de 1926 por uma sociedade que se cansara do caos financeiro. Dez anos de inflação haviam feito o cidadão francês comum aceitar uma solução intermediária. Poincaré voltou ao poder para comandar um governo de união nacional. Atuando como seu próprio ministro das Finanças e tendo recebido plenos poderes para conduzir a política econômica, ele decretou um aumento simbólico nos impostos indiretos e cortes nos gastos públicos. E, o mais importante, a consolidação política tirou de uma vez por todas a taxação do capital da agenda fiscal. A recuperação do franco foi imediata. Os fundos que haviam buscado refúgio no exterior foram repatriados e a moeda se estabilizou.

Como fica, então, o debate em torno da especulação desestabilizadora? Não resta dúvida de que a desvalorização do franco em 1925-26 refletiu as expectativas dos "traders" de moedas de futuros desequilíbrios macroeconômicos (o ressurgimento dos déficits fiscais e a monetização por parte do Banco da França). A questão que se coloca é se o ressurgimento dos déficits foi, em si mesmo, uma função das — e, portanto, condicionado às — vendas especulativas de francos, o que fez com que a inflação se acelerasse e o valor real dos impostos recolhidos caísse em relação aos gastos públicos (como sugere a teoria da especulação desestabilizadora de Nurkse), ou se aqueles déficits orçamentários e a inflação refletiram a ausência de uma solução para o conflito distributivo e teriam ressurgido mesmo na ausência de ataques especulativos. Em algum nível, é inevitável que esse debate permaneça não resol-

---

[9] Isso foi defendido por Prati (1991) e Eichengreen (1992b).

[10] Citado em Eichengreen (1992c), p. 93. Da mesma forma, Thomas Sargent (1983) enfatiza a persistência do temor da taxação sobre o capital como o motivo para a fuga de capitais.

[11] Citado em Eichengreen (1992a), p. 182.

vido, em vista da impossibilidade de efetivamente observar as expectativas dos "traders" de moedas.

Assim, tanto os defensores como os críticos de *taxas de câmbio flutuantes* poderiam citar a primeira metade da década 20 em defesa de seus argumentos. A questão é: por que predominou a visão negativa? Poderíamos argumentar que a história recente sempre tende a ser mais influente — que os temores de instabilidade em um cenário de taxas flutuantes predominaram sobre os temores em relação à fragilidade do câmbio fixo porque a primeira experiência era mais recente. Mais fundamentalmente, os observadores não perceberam que as circunstâncias políticas sem precedentes que permitiram a irrupção de instabilidade num regime de câmbio flutuante constituíam ameaças igualmente sérias ao câmbio fixo inerente ao padrão ouro. A simples restauração do padrão ouro não eliminou as pressões políticas que haviam estimulado os fluxos de capital especulativos. Os conflitos em torno da incidência da taxação e dos custos do desemprego resultantes das políticas do banco central, que haviam se aguçado a partir da guerra, não podiam ser eliminados com a taxa cambial fixa. A lição que *deveria* ter sido tirada da experiência com as taxas flutuantes era de que, inevitavelmente, o novo padrão ouro não teria a credibilidade e a durabilidade de seu predecessor de antes da guerra.

A reconstrução do padrão ouro

Seja como for, a experiência da primeira metade da década de 20 nos mostra ter havido um reforço no desejo de ressuscitar o padrão ouro dos anos anteriores à guerra. Aqueles que acreditavam que as taxas flutuantes tinham sido desestabilizadas pela especulação defendiam incansavelmente o padrão ouro para impedir que os "traders" de moedas desempenhassem, novamente, esse papel nefasto. Aqueles que culpavam as políticas erráticas consideravam a restauração da conversibilidade ao ouro como uma maneira de impor disciplina aos governos. A descrição que Wicker faz dos Estados Unidos na década de 20 pode ter uma aplicação mais ampla: "uma moeda 'sadia' e a conversibilidade ouro doméstica eram indistinguíveis e constituíam a base da opinião pública em relação às questões monetárias".[12]

O evento crucial foi a retomada da conversibilidade pela Grã-Bretanha. O que a Grã-Bretanha conseguiu restaurar em 1925 foi a conversibilidade ao preço vigente antes da guerra: 3 libras, 17 xelins e 9 *pence* por onça de ouro com teor de pureza 0,999. Uma vez que os Estados Unidos não haviam

[12] Wicker (1966), p. 19.

alterado o preço do ouro em dólares, a volta à paridade anterior à guerra implicava também o retorno à taxa de câmbio entre o dólar e a libra esterlina naquele período (4,86 dólares por libra). Com o objetivo de tornar essa taxa defensável, os preços britânicos tinham de ser reduzidos, se não até seu nível no período anterior à guerra, então pelo menos a um patamar algo acima daquele dos preços vigentes nos Estados Unidos.

A transição foi conduzida gradualmente para evitar movimentos de deflação rápida. Os preços britânicos haviam caído acentuadamente no período de 1920-21, quando houve cortes nos gastos do governo para prevenir que o crescimento explosivo do pós-guerra escapasse de controle; ao mesmo tempo, o Banco da Inglaterra havia elevado sua taxa de redesconto para evitar que a libra sofresse uma queda ainda maior frente ao dólar. A elevação nas taxas de juro e a queda nos preços eram recessivas; no prazo de um ano, o percentual de trabalhadores com carteira assinada registrados como desempregados havia subido de 2% para 11,3%. Desses eventos extraiu-se a lição de que seria desejável conduzir a transição de modo gradual, e não abrupto.

Restava, ainda, um longo caminho a percorrer. Os Estados Unidos haviam feito cortes em seus gastos públicos depois do armistício e elevado as taxas de juro para refrear o crescimento excessivo da economia. Benjamin Strong, o presidente do recém-instituído Federal Reserve Bank de Nova York, julgou aconselhável levar o nível de preços nos Estados Unidos de volta ao seu patamar de 1913. No verão de 1920, no auge do crescimento explosivo na economia norte-americana, eram baixos os estoques de ouro do Federal Reserve System; a taxa de cobertura caiu perigosamente para perto do piso obrigatório de 40%. O Fed adotou duras políticas deflacionárias visando aumentar suas reservas.

Essa decisão intensificou as pressões sobre o Banco da Inglaterra. Era muito mais difícil baixar o nível de preços britânicos em relação ao norte-americano num momento em que os preços estavam em queda nos Estados Unidos. O Banco da Inglaterra foi obrigado a adotar políticas ainda mais restritivas para valorizar a libra frente ao dólar, em face das políticas mais restritivas adotadas pelo Federal Reserve.

Depois que o nível de preços parou de cair, em 1922, melhoraram as perspectivas para a Grã-Bretanha. O Banco da Inglaterra conseguiu manter um progresso lento, porém contínuo, durante alguns anos. Mas a lei do Parlamento suspendendo a vigência do padrão ouro na Grã-Bretanha expirou no final de 1925. O governo conservador ficaria embaraçado se, ao final do longo período de sete anos após o final da guerra, não tivesse obtido sucesso em restaurar a conversibilidade. Diversos aliados tradicionais da Grã-Bre-

tanha, entre eles a Austrália e a África do Sul, sinalizaram sua intenção de restaurar a conversibilidade independentemente de a Grã-Bretanha se decidir a fazê-lo; a quebra de uma posição comum deixaria Londres ainda mais embaraçada.

Em 1924, o Federal Reserve Bank de Nova York baixou sua taxa de redesconto por determinação de Benjamin Strong para ajudar a Grã-Bretanha a voltar ao seio do padrão ouro.[13] Como o capital passou a fluir de Nova York para Londres em busca de rendimentos mais elevados, a libra registrou uma valorização. Percebendo que os conservadores seriam obrigados a tomar medidas em função do fim da vigência da Lei do Ouro e da Prata (Controle de Exportações), no final de 1925, os mercados começaram a aumentar, antecipadamente, a cotação da moeda.[14] No início de 1925, a libra estava sendo cotada em torno de sua paridade antes da guerra e o governo anunciou a retomada dos pagamentos em ouro em 25 de abril. Mas a relação entre os preços na Grã-Bretanha e no exterior não tinha sido restaurada. O fato de o câmbio ter mudado de patamar antes do nível de preços significa que os preços britânicos estavam excessivamente elevados, gerando dificuldades competitivas para os exportadores de produtos têxteis de Lancashire e para as companhias do setor químico que competiam com exportadores de outros países. A *supervalorização* da libra fez cair a demanda por produtos britânicos, agravando o desemprego. Isso provocou uma drenagem de ouro do Banco da Inglaterra, obrigando-o a elevar as taxas de juro mesmo à custa de provocar uma depressão na economia. O crescimento lento e o desemprego da ordem de dois dígitos que penalizaram a economia britânica no restante da década são comumente atribuídos à decisão de restaurar a paridade do período anterior à guerra.

Keynes estimou que a libra estava supervalorizada em 10% a 15%. No livro *Economic Consequences of Mr. Churchill* (1925), ele lamentou a decisão. Os detalhes dos cálculos de Keynes foram posteriormente contestados. De uma diversidade de índices de preços disponíveis para os Estados Unidos, ele casualmente optou por analisar aqueles referentes ao estado de Massachusetts e que mais se afastavam de um nível de preços nacional.[15] Entretanto, mesmo

[13] Ver Howson (1975), cap. 3.

[14] Essa é a visão do episódio modelada por Marcus Miller e Alan Sutherland (1994).

[15] Sobre o debate e os diferentes índices de preços disponíveis à época, ver Moggridge (1969). Pesquisadores modernos refinaram esses cálculos, comparando os preços britânicos não apenas com os preços norte-americanos, mas com a taxa de câmbio efetiva real média

considerando que outros índices mais representativos sugerissem uma supervalorização um pouco menor — da ordem de 5% ou 10%, e não de 15% —, a conclusão qualitativa se mantinha.

Por que teria o governo se mostrado disposto a negligenciar esses fatos? Sir James Grigg, secretário particular de Winston Churchill, o ministro das Finanças, refere-se a um jantar durante o qual defensores e oponentes do retorno ao padrão ouro procuraram influenciar a posição do ministro.[16] Tanto Keynes como Reginald McKenna, que havia, inclusive, ocupado anteriormente o posto de ministro e posteriormente a presidência do Midland Bank, argumentaram que, com a supervalorização, os preços dos produtos britânicos perderiam sua competitividade nos mercados internacionais e que os cortes salariais, que se fariam necessários para compensar aquele encarecimento, provocariam protestos dos trabalhadores. Churchill pode ter decidido manter sua política apesar desses argumentos, sugere Grigg, porque Keynes não estava em seus melhores momentos e não defendeu sua posição de maneira convincente. Um conflito de temperamentos entre a personalidade forte de Churchill e Keynes pode ter resultado em que o ministro desconsiderasse as recomendações do professor. Além disso, Churchill pode também ter receado que o retorno ao padrão ouro a uma cotação desvalorizada esvaziasse a política de seus benefícios. Segundo essa linha de argumentação, para que o compromisso da Grã-Bretanha em relação ao ouro merecesse credibilidade, a conversibilidade teria de ser restaurada ao nível da paridade vigente antes da guerra. Uma modificação na paridade sinalizaria que as autoridades poderiam estar dispostas a repetir a mudança. Governos, bancos centrais, empresas e investidores de outros países mantinham depósitos em libras esterlinas em Londres e ali fechavam negócios financeiros internacionais. Uma desvalorização da libra, mesmo sob circunstâncias excepcionais, faria com que essas instituições reconsiderassem suas estratégias de investimentos. A perda de negócios financeiros internacionais prejudicaria a Grã-Bretanha e seus interesses financeiros. Uma política de juros particular, que refletia o triunfo dos interesses financeiros sobre um setor industrial estagnado, pode, dessa maneira, ter influenciado nas decisões dos políticos.

A retomada do padrão ouro pela Grã-Bretanha foi o sinal para que outros países acompanhassem a decisão. Austrália, Nova Zelândia, Hungria e Danzig

dos níveis de preços vigentes nos diferentes países com os quais os produtores britânicos competiam. Ver Redmond (1984).

[16] Grigg (1948), pp. 182-4.

também adotaram imediatamente o padrão ouro. Nos países em que os preços haviam registrado altas muito acentuadas em conseqüência do processo inflacionário durante e após a guerra, a redução dos mesmos aos níveis anteriores à guerra teria provocado uma enorme redistribuição dos devedores para os credores, e estava, portanto, descartada. Por essa razão, quando Itália, Bélgica, Dinamarca e Portugal voltaram a adotar o padrão ouro, esses países, assim como a França, o fizeram a um câmbio desvalorizado (isto é, tornando o ouro mais caro para compra com suas moedas domésticas). A experiência subseqüente desses países, em comparação com a da Grã-Bretanha, pode ser usada para testar a tese de que a restauração da paridade ao nível vigente antes da guerra resultou em aumento da credibilidade.

Em 1926, o padrão ouro havia sido adotado em 39 países.[17] Em 1927, a reconstrução do sistema estava praticamente concluída. A França não havia legalizado a decisão de dezembro de 1926 de estabilizar o franco ao câmbio predominante, uma medida tomada finalmente em junho de 1928. E países na orla da Europa, no Báltico e nos Bálcãs, ainda não tinham restaurado a conversibilidade. A Espanha nunca o faria. Tanto a China como a União Soviética também não queriam entrar para o clube do padrão ouro. Mas, apesar dessas exceções, o padrão ouro voltou a reinar em grande parte do mundo.

O NOVO PADRÃO OURO

As moedas de ouro haviam praticamente desaparecido de circulação durante a Primeira Guerra Mundial. Somente nos Estados Unidos uma parcela significativa do dinheiro — 8% do meio circulante — era constituída de moedas de ouro. Os governos do pós-guerra esperavam que a já escassa oferta mundial de ouro iria se estreitar ainda mais se o metal ficasse concentrado nos cofres dos bancos centrais. Para assegurar que o ouro não circulasse, os governos entregavam o metal apenas àqueles que possuíssem dinheiro suficiente para comprar grandes quantidades de ouro. Para adquirir a quantidade mínima de 400 onças de ouro fino exigida pelo Banco da Inglaterra era necessário um investimento de aproximadamente 1.730 libras esterlinas (US$ 8.300). Outros países impuseram restrições similares.

Outro artifício empregado para aumentar ainda mais a disponibilidade de reservas em ouro (assegurando os tradicionais níveis de lastro para uma expansão dos meios de pagamento) foi ampliar a prática adotada no período anterior à guerra — de suplementar as reservas de ouro com divisas estrangeiras — para transformar o padrão ouro em um *padrão ouro-divisas*. Bélgica, Bulgária, Finlândia, Itália e Rússia foram os únicos países europeus que não haviam limitado a utilização de suas reservas em moeda estrangeira em 1914.[18] Os países que haviam alcançado uma estabilização com a ajuda da Liga das Nações (e que, como condição para obter os empréstimos por ela patrocinados, reforçaram a independência de seus bancos centrais) alteraram os estatutos dessas instituições permitindo que as mesmas mantivessem a totalidade de suas reservas na forma de ativos externos remunerados. Outros países autorizaram seus bancos centrais a manter um determinado percentual fixo de suas reservas em moeda estrangeira.

O desejo de concentrar o ouro nos bancos centrais e de suplementá-lo com moeda estrangeira refletia os temores de uma escassez mundial do metal. A demanda por dinheiro em espécie e fiduciário tinha registrado um aumento em decorrência da alta nos preços e do crescimento da economia mundial. Os estoques de ouro, enquanto isso, haviam registrado um aumento muito pequeno. Os formuladores de políticas receavam que essa "escassez de ouro" impedisse a expansão dos meios de pagamento e que o aperto financeiro reduzisse a taxa de crescimento econômico.

Se havia escassez de ouro e seu preço era elevado, não poderiam os bancos centrais, individualmente, incrementar sua utilização de reservas cambiais? Na época, duvidou-se de que essa prática fosse viável. Um país que adotasse unilateralmente essa política poderia cair vítima de especuladores que passariam a vender sua moeda em troca de outra lastreada unicamente em ouro. Somente se todos os países concordassem em manter uma parte de suas reservas na forma de moeda estrangeira, eles estariam protegidos dessa ameaça. A existência de uma dificuldade de coordenação, portanto, impedia a mudança.

Problemas de coordenação são solucionados através de comunicação e cooperação. Na década de 20 foi realizada uma série de conferências internacionais com esse objetivo. A mais importante delas foi realizada em Gênova, em 1922.[19] Essa conferência reuniu todos os principais países que haviam adotado o padrão ouro, com exceção dos Estados Unidos, cujo Congresso isolacionista considerou o encontro como uma fonte de complicações no plano internacional, da mesma forma que encarava a Liga das Nações,

---

[17] Ver Brown (1940), vol. 1, p. 395.

[18] Áustria, Dinamarca, Grécia, Noruega, Portugal, Romênia, Espanha e Suécia haviam autorizado seus bancos centrais e governos a manter moeda estrangeira como reservas, mas limitavam essa prática.

[19] Para conhecer a história da Conferência de Gênova, ver Fink (1984).

na qual já havia vetado a participação do país. Sob a liderança da delegação britânica, uma subcomissão para questões financeiras elaborou um relatório preliminar recomendando que os países negociassem uma convenção internacional autorizando que seus bancos centrais mantivessem um volume ilimitado de reservas em moeda estrangeira.

O outro tema da Conferência de Gênova foi a cooperação internacional. Os bancos centrais receberam instruções para formular políticas "não só com vistas a conservar suas moedas ao par uma em relação às outras, como também com o objetivo de prevenir flutuações indesejáveis no poder de compra do ouro".[20] ("O poder de compra do ouro" era uma expressão empregada para denotar o nível de preços. Uma vez que os bancos centrais fixavam o preço do ouro em moeda doméstica, o poder de compra do metal crescia à medida que o nível de preços caía.) Se os bancos centrais começassem a disputar as escassas reservas de ouro mundiais e, para isso, cada um deles elevasse suas taxas de juro numa tentativa de atrair ouro dos outros, nenhum deles teria sucesso (uma vez que seus aumentos nas taxas de juro se cancelariam mutuamente), mas os preços e a produção cairiam. Se eles harmonizassem suas taxas de redesconto em níveis mais adequados, a mesma distribuição internacional de reservas poderia ser alcançada sem provocar uma deflação desastrosa.

Keynes e Ralph Hawtrey (este na época diretor de estudos financeiros do Tesouro) desempenharam papéis importantes na elaboração das resoluções de Gênova, que, por isso, refletiram uma perspectiva britânica sobre as relações monetárias internacionais. Colônias britânicas como a Índia mantinham reservas em moeda estrangeira havia muito tempo; Londres, conseqüentemente, encarava o procedimento como uma solução natural para os problemas monetários do mundo. O Banco da Inglaterra havia participado da maioria dos eventos de cooperação entre bancos centrais antes da guerra e mantinha contato regular com os bancos da Commonwealth e das colônias; ele via esse tipo de cooperação a um só tempo como desejável e prático. As resoluções de Gênova refletiam o interesse próprio britânico: uma queda ainda maior nos preços mundiais, em conseqüência de reservas internacionais inadequadas, complicaria sua tentativa de restaurar a paridade da libra esterlina ao nível vigente antes da guerra. Tinha-se como certo que Londres, com sua estrutura financeira altamente desenvolvida, se tornaria um importante repositório de reservas cambiais, como havia sido no século XIX. A revitalização de seu

---

[20] Federal Reserve Bulletin (junho de 1922), pp. 678-80.

papel traria para a City (como já era denominado o bairro que abriga seu centro financeiro) as atividades bancárias de que ela muito necessitava. Esses negócios ajudariam a restabelecer o mecanismo de ajuste no balanço de pagamentos que havia funcionado tão admiravelmente antes da guerra.

A subcomissão que elaborou as resoluções financeiras da conferência de Gênova recomendou a realização de um encontro reunindo representantes de bancos centrais para acertar os detalhes. Isso, porém, nunca se realizou, devido à falta de apoio norte-americano. Embora os Estados Unidos tenham se negado a participar da Conferência de Gênova, funcionários do Federal Reserve ressentiram-se da decisão de atribuir ao Banco da Inglaterra a responsabilidade pela organização da conferência de cúpula de bancos centrais. Observadores norte-americanos questionaram a eficácia do padrão ouro-divisas e a necessidade de cooperação dos bancos centrais. Durante a Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos tinham exportado "commodities" agrícolas e produtos manufaturados em troca de ouro e divisas estrangeiras. As reservas de ouro americanas haviam crescido de US$ 1,3 bilhão em 1913 para US$ 4 bilhões em 1923. Os Estados Unidos não precisaram promover uma deflação com o objetivo de restaurar a conversibilidade. Além disso, funcionários do recém-instituído Federal Reserve System podem ter abrigado a falsa noção de que os mecanismos do padrão ouro funcionavam automaticamente. Não tendo participado do gerenciamento do sistema antes da guerra, eles não reconheceram o papel desempenhado pelas reservas cambiais e pela cooperação entre bancos centrais.[21]

Por essas razões, a conferência de cúpula dos bancos centrais proposta nunca foi realizada. Os esforços para encorajar a cooperação entre bancos centrais e a utilização das reservas cambiais foram relegados a iniciativas pontuais e improvisadas. As tentativas de reconstruir o sistema monetário internacional sem base na realidade revelaram-se infrutíferas. Assim como ocorrera com o sistema vigente antes da guerra, o padrão ouro no período entre as guerras mundiais evoluiu gradualmente. Sua estrutura era a soma dos arranjos monetários nacionais, nenhum dos quais havia sido concebido em função de suas implicações para o funcionamento do sistema como um todo. Como já lamentara Nurkse, "o caráter pontual e casual da reconstrução monetária internacional lançou as sementes de sua posterior desintegração".[22]

---

[21] Em especial, Benjamin Strong, presidente do Federal Reserve Bank de Nova York e principal figura nas relações monetárias internacionais norte-americanas na década de 20, tornou-se um crítico cada vez mais vigoroso do padrão ouro-reservas.

[22] Ver Nurkse (1944), p. 117.

Tabela 3.1
Reservas de ouro em poder de bancos centrais e governos, 1913-35
(porcentagem do total)

País	1913	1918	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
Estados Unidos	26,6	39,0	44,4	45,7	44,4	44,3	41,6	37,4	37,8	38,7	35,9	34,0	33,6	37,8	45,1
Inglaterra	3,4	7,7	8,6	8,3	7,8	7,9	7,7	7,5	6,9	6,6	5,2	4,9	7,8	7,3	7,3
França	14,0	9,8	8,2	7,9	7,9	7,7	10,0	12,5	15,8	19,2	23,9	27,3	25,3	25,0	19,6
Alemanha	5,7	7,9	1,3	2,0	3,2	4,7	4,7	6,5	5,3	4,8	2,1	1,6	0,8	0,1	0,1
Argentina	5,3	4,5	5,4	4,9	5,0	4,9	5,5	6,0	4,2	3,8	2,2	2,1	2,0	1,9	2,0
Austrália	0,5	1,5	1,5	1,5	1,8	1,2	1,1	1,1	0,9	0,7	0,5	0,4	[a]	[a]	[a]
Bélgica	1,0	0,7	0,6	0,6	0,6	0,9	1,0	1,3	1,6	1,7	3,1	3,0	3,2	2,7	2,7
Brasil	1,9	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	1,1	1,5	1,5	0,1	n.d.	n.d.	0,1 [b]	0,1 [b]	0,1
Canadá	2,4	1,9	1,5	1,7	1,7	1,7	1,6	1,1	0,8	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8
Índia	2,5	0,9	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2
Itália	5,5	3,0	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,7	2,7	2,6	2,6	2,6	3,1	2,4	1,6
Japão	1,3	3,3	7,0	6,5	6,4	6,1	5,7	5,4	5,3	3,8	2,1	1,8	1,8	1,8	1,9
Holanda	1,2	4,2	2,7	2,3	2,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	3,2	3,5	3,1	2,6	2,0
Rússia-URSS	16,2	-	0,5	0,8	1,0	0,9	1,0	0,9	1,4	2,3	2,9	3,1	3,5	3,4	3,7
Espanha	1,9	6,3	5,6	5,5	5,5	5,4	5,2	4,9	4,8	4,3	3,8	3,6	3,6	3,4	3,3
Suíça	0,7	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	4,0	4,0	3,2	2,9	2,0
Demais países	9,9	7,8	7,1	6,9	7,4	7,3	7,4	7,3	7,0	6,3	6,4	6,0	6,9	6,7	6,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Hardy (1936), p. 93.
[a] Menos de 0,05 de 1%.
[b] Bolívia, Brasil, Equador e Guatemala.

Os problemas do novo padrão ouro

Na segunda metade da década de 20, as moedas eram novamente conversíveis em ouro a preços domésticos fixos, e a maior parte das restrições significativas às transações internacionais envolvendo capital e ouro havia sido suprimida. Esses dois elementos combinaram-se, como antes da Primeira Guerra Mundial, estabilizando as taxas de câmbio entre as diferentes moedas nacionais e fazendo dos fluxos de ouro internacionais o meio definitivo de compensação no balanço de pagamentos.

Os anos de 1924 a 1929 foram um período de crescimento econômico e de forte demanda por dinheiro e crédito em todo o mundo. Depois da restauração do padrão ouro, a liquidez adicional exigida pela expansão da economia mundial tinha de ser baseada em um aumento no estoque de reservas internacionais. No entanto, o estoque mundial de ouro monetário tinha crescido apenas lentamente no curso da Primeira Guerra Mundial e na primeira metade da década de 20, a despeito da concentração dos estoques de ouro nos cofres dos bancos centrais. A proporção das reservas de ouro nos bancos centrais em relação a títulos e depósitos à vista caiu de 48%, em 1913, para 40%, em 1927.[23] Os bancos centrais foram obrigados a erguer uma superestrutura cada vez maior de obrigações sobre uma base limitada de ouro monetário.

Era particularmente desconcertante o fato de que dois países, França e Alemanha, absorveram quase todo o crescimento das reservas monetárias mundiais na segunda metade da década de 1920 (ver tabela 3.1). As reservas de ouro do Banco da França mais que dobraram entre 1926 e 1929. Ao final de 1930, haviam triplicado. No fim de 1931, quadruplicado. A França tornou-se o mais importante repositório mundial de ouro monetário, depois dos Estados Unidos. Essa avalanche de ouro indicava uma subvalorização do franco Poincaré (como era conhecida a moeda, em homenagem ao primeiro-ministro que havia presidido sua estabilização). Uma quantidade tão grande de ouro não teria inundado os cofres do Banco da França se o patamar de câmbio ao qual as autoridades francesas tinham decidido estabilizar sua moeda não houvesse proporcionado aos produtores domésticos uma vantagem competitiva indevida. Se eles tivessem permitido o livre jogo das forças de mercado, em vez de intervir para prevenir a valorização da moeda no final de 1926, um franco mais forte teria eliminado essa vantagem competitiva artificial e neutralizado as conseqüências para o balanço de pagamentos. Um franco mais valorizado teria baixado o nível de preços e, ao mesmo tempo, elevado o valor

[23] Liga das Nações (1930), p. 94.

real dos títulos e dos depósitos e tornado desnecessárias as importações de ouro. A França não se transformaria na cisterna para onde escoava o ouro do mundo, o que teria aliviado a pressão sobre o sistema internacional.

Por que teria o Banco da França adotado políticas tão perversas? Reagindo ao uso abusivo das linhas de crédito abertas por governos franceses anteriores, o Parlamento estabeleceu normas proibindo que o banco central concedesse créditos ao governo ou de alguma outra forma expandisse o componente de crédito doméstico da *base monetária*. A lei de 1928 através da qual a França adotara o padrão ouro não apenas a obrigava a manter um volume de ouro igual a, no mínimo, 35% de seus depósitos, como também limitava seu recurso a *operações de mercado aberto*. Em outro cenário, um banco central sujeito a uma norma exigindo um lastro de 35% poderia ter se valido de operações expansionistas de mercado aberto para aumentar o volume de moeda em circulação em quase três francos a cada vez que adquirisse um montante de ouro no valor de um franco. Mas o Banco da França estava impedido de fazê-lo pela lei de estabilização. A França não era um daqueles países nos quais as operações de mercado aberto eram amplamente utilizadas antes de 1913, como vimos no capítulo anterior. De novo, o que se julgava apropriado em termos de estrutura e operação do sistema no período entre as duas guerras mundiais era fortemente — ou excessivamente — condicionado pela experiência anterior à guerra.

O banco central francês conservou outros instrumentos que poderia ter empregado para expandir o crédito doméstico e conter o influxo de ouro. Ele poderia ter incentivado os bancos a redescontar seus títulos recorrendo a uma redução na taxa de redesconto. Ele poderia ter vendido francos no mercado de câmbio. Mas o mercado parisiense de descontos era estreito, limitando a eficácia da política de descontos. E as autoridades francesas sentiam-se pouco à vontade em manter divisas estrangeiras em seu poder. De fato, em 1927 o Banco da França começou a liquidar suas reservas em moeda estrangeira. Para limitar a valorização do franco, ele havia adquirido US$ 750 milhões em divisas estrangeiras na segunda metade do ano anterior, em valor quase equivalente ao de suas reservas em ouro. As autoridades francesas lembravam-se de que o Banco da França havia mantido grandes volumes de ouro e poucas divisas estrangeiras antes da Primeira Guerra Mundial. Elas consideravam as propostas de Gênova de instituir o padrão ouro-divisas como uma maquinação britânica para fortalecer a posição de Londres como um centro financeiro em detrimento de Paris.

Os problemas colocados pelo aperto da política monetária francesa foram exacerbados quando, em 1927, Émile Moreau, teimoso cavalheiro provinciano que então presidia o Banco da França, começou a converter as divisas estrangeiras de seu banco em ouro. Quando Moreau apresentou 20% do que havia adquirido nos seis meses anteriores para ser convertido no Banco da Inglaterra, este advertiu que essa exigência poderia obrigar a Grã-Bretanha a suspender a conversibilidade. Para as autoridades francesas que consideravam o padrão ouro como um baluarte da estabilidade financeira, essa ameaça era grave; Moreau abrandou suas exigências.[24]

O fato de a Alemanha ser o outro país que registrava grandes aumentos em reservas de ouro na segunda metade da década de 20 é, à primeira vista, algo surpreendente. A Alemanha ainda tinha de enfrentar as dificuldades decorrentes dos pagamentos das reparações de guerra, mas era o principal destino dos investimentos norte-americanos no exterior. Para tranqüilizar os cidadãos nervosos com a hiperinflação, o Reichsbank conservou as taxas de juro em patamares mais altos do que outros países do padrão ouro, o que tornou a Alemanha um destino atraente para capitais internacionais. Em conseqüência das entradas de capital, as reservas de ouro do Reichsbank mais que triplicaram entre 1924 e 1928.[25]

Hjalmar Horace Greeley Schacht, um nativo do Brooklyn que ocupava a presidência do Reichsbank, compartilhava o ceticismo de Moreau em relação ao padrão ouro-divisas (apropriadamente, poder-se-ia acrescentar, uma vez que o político e jornalista norte-americano do século XIX homenageado no nome de Schacht tinha, ele próprio, sido um vigoroso defensor do ouro). A hiperinflação alemã havia reforçado a crença de Schacht em que seria desejável manter um padrão ouro rígido para tornar os bancos centrais imunes a pressões políticas. Mas Schacht havia herdado grandes quantidades de divisas estrangeiras em decorrência do Plano Dawes, sob cujos termos a Alemanha recebera um empréstimo em moeda estrangeira. Desde que as moedas européias, como a libra esterlina, registrassem uma valorização em antecipação ao retorno da Grã-Bretanha ao padrão ouro, fazia sentido, para a Alemanha, conservar as libras esterlinas obtidas através do empréstimo Dawes e colher os ganhos de capital. A partir de 1926, porém, Schacht começou a converter suas reservas cambiais em ouro.[26] Para incentivar as importações

[24] Conforme explicado abaixo, os esforços franceses para converter as divisas estrangeiras do Banco da França em ouro foram retomados em 1931, no que se revelou o pior momento possível para o sistema mundial.

[25] Ver Lüke (1958).

[26] Ver Schacht (1927), p. 208.

de ouro, ele anunciou que o Reichsbank aceitaria ouro tanto em Bremen como em Berlim, barateando o custo de transportar o metal até a cidade no interior do país a quem executasse operações de arbitragem.

A absorção de ouro pela França e Alemanha intensificou a pressão sobre outros bancos centrais. Montagu Norman, seu presidente, descreveu o Banco da Inglaterra no período entre as guerras como continuamente "sob pressão".[27] Uma vez que o ouro fluía para a França e Alemanha, outros bancos centrais foram obrigados a elevar suas taxas de juro e apertar o crédito para defender suas reservas cada vez mais precárias.

O maior detentor de ouro monetário, os Estados Unidos, de nada ajudava. Em 1926, os Estados Unidos possuíam quase 45% do estoque mundial de ouro (ver tabela 3.1). Um quarto desse volume era do chamado *ouro livre* — ou seja, ele excedia os 40% de cobertura exigido pelas lei do padrão ouro do país.[28] Reduzir a taxa de redesconto do Reserve Bank ou realizar operações expansionistas de mercado aberto teria fomentado saídas de capital e a redistribuição desse ouro no resto do mundo. Em 1927 foram registrados pequenos esforços nessa direção, especialmente quando o Federal Reserve de Nova York baixou sua taxa de redesconto e realizou compras no mercado aberto para ajudar a Grã-Bretanha a sair de uma crise de pagamentos. Posteriormente a política norte-americana deu uma guinada contraditória. Houve uma queda na taxa de crescimento dos meios de pagamentos nos Estados Unidos. Os rendimentos dos bônus do governo pararam de cair. Os juros de curto prazo começaram a subir. Estes eventos deixaram os bancos centrais estrangeiros ainda mais confusos.

O que as autoridades do Federal Reserve tinham em mente não é mistério. Elas ficaram cada vez mais preocupadas, ao longo de 1927, com o crescimento explosivo de Wall Street, algo que consideravam estar desviando recursos de usos mais produtivos. Para desestimular a especulação nas bolsas, o Federal Reserve Bank de Nova York elevou sua taxa de redesconto de 3,5% para 5% no primeiro semestre de 1928. Além disso, o Fed estava preocupado com a queda em sua taxa de encaixe-ouro. Em vista do crescimento muitíssimo maior dos estoques de moeda e crédito do que o das reservas de ouro norte-americanas em conseqüência do "boom" registrado no final da década de 20, o Fed elevou suas taxas de juro, o que ele considerava como responsabilidade de qualquer banco central.[29]

Suas ações foram sentidas tanto nos Estados Unidos como no exterior. O aperto monetário deteve a expansão da economia norte-americana.[30] As elevadas taxas de juro fizeram com que o capital norte-americano deixasse de fluir para o exterior. Ao não liberar ouro, o Fed fez crescer as tensões sobre outros países, que foram obrigados a reagir elevando suas próprias taxas de redesconto.

O padrão dos pagamentos internacionais

Não levou muito tempo para que os arquitetos do novo padrão ouro concluíssem que ele não estava funcionando conforme planejado. Alguns países passaram a registrar persistentes déficits em seus balanços de pagamentos, assim perdendo suas reservas de ouro e divisas estrangeiras. Com exceção de um pequeno superávit em 1928, a Grã-Bretanha registrou um déficit generalizado em todos os anos no período de 1927 a 1931. Outros países desfrutaram de persistentes superávits e entradas de reservas. O balanço de pagamentos francês, conforme mencionado anteriormente, registrou superávits em todos os anos no período de 1927 a 1931. Os Estados Unidos registraram superávits na maior parte da década de 1920. O mecanismo de ajuste que supostamente eliminaria os superávits e déficits e restauraria o equilíbrio nas contas internacionais parecia funcionar inadequadamente. E já não era possível confiar nos fluxos de capital estabilizadores que, no passado, haviam financiado os déficits em *conta corrente* dos países industrializados.

Esses desajustes refletiam-se através de expressivas modificações no padrão das compensações internacionais que pressionavam a capacidade de ajustamento do sistema. Quando, em 1914, foram reduzidas as exportações de mercadorias européias para a América Latina, os produtores norte-americanos imediatamente substituíram o vazio deixado pelos europeus. Após

[27] Em seu depoimento perante a Comissão Macmillan, citado em Sayers (1976), vol. 1, p. 211.

[28] As provisões legais eram, em verdade, mais complicadas. Até 1932, os passivos monetários do Federal Reserve sem lastro em ouro tinham de ser garantidos pela carteira de "títulos elegíveis" do Fed, que incluíam notas promissórias, mas não bônus do Tesouro. Assim, o ouro livre do banco central estava limitado àquela parte acima dos 40% mínimos, também não exigidos em garantia a passivos assumidos através de compras de bônus do Tesouro e outros papéis semelhantes. Um debate sobre se essa limitação era compulsória antes de sua abolição em 1932 gira em torno de se o Fed podia adquirir títulos elegíveis extras quando desejasse. Ver Friedman e Schwartz (1963), e Wicker (1966).

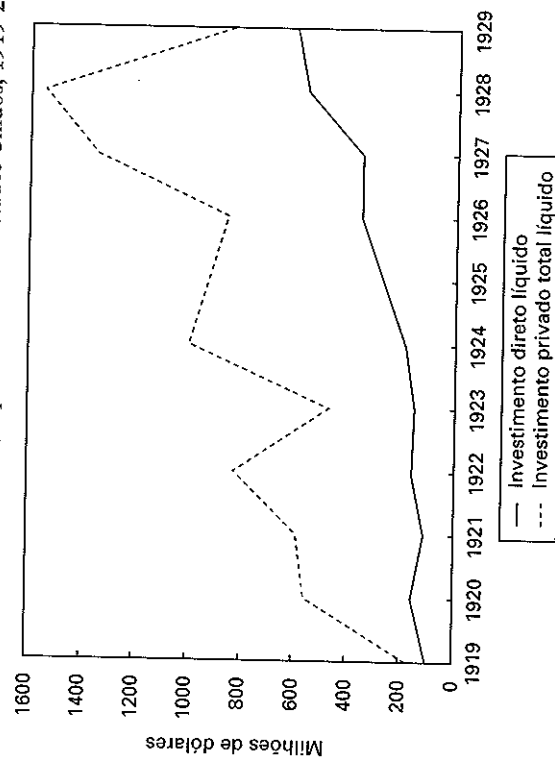
[29] Wicker (1966) e Wheelock (1991) enfatizam o papel dos encaixes de ouro na condução da política monetária pelo Federal Reserve nesse período.

[30] Atualmente, há amplo consenso sobre este ponto. Ver Field (1984) e Hamilton (1987).

1914, ficou evidente a dificuldade de concorrer com as redes de marketing e distribuição que os norte-americanos estabeleceram durante a guerra. Por exemplo, a participação dos Estados Unidos nas importações dos argentinos cresceram de 15% em 1913 para 25% em 1927, ao passo que a do Reino Unido caiu de 31% para 19%. As turbulências no período da guerra também proporcionaram ao Japão a oportunidade de penetrar nos mercados asiáticos, há muito dominados pelos produtores europeus. A conseqüência disso foi uma deterioração na posição competitiva européia.

As dívidas e reparações de guerra complicaram ainda mais as dificuldades da Europa. Entre 1924 e 1929 as potências vitoriosas receberam quase US$ 2 bilhões em indenizações da Alemanha. Elas repassaram uma parte para os Estados Unidos na forma de pagamentos do principal e de juros sobre dívidas assumidas durante a guerra. Cerca de US$ 1 bilhão em transferências relacionadas a dívidas de guerra para os Estados Unidos foram realizadas entre meados de 1926 e meados de 1931.

Essas transações fizeram crescer o fluxo de ouro e divisas estrangeiras para os Estados Unidos. Elas fortaleceram o balanço de pagamentos dos Estados Unidos e debilitaram os de outros países. A resposta lógica a essas mudanças seria a prevista pelo modelo de fluxo de moedas metálicas: uma elevação nos preços e custos norte-americanos em relação aos praticados no resto do mundo. Mas esse tipo de ajuste praticamente não se verificou. Em vez disso, os Estados Unidos emprestaram grande parte de seu superávit de volta para a Europa e outras regiões do mundo. Enquanto persistissem as exportações de capital norte-americanas, elas poderiam financiar os déficits europeus em conta corrente, tornando desnecessárias modificações substanciais nos preços relativos. E o volume de empréstimos atingiu níveis elevados na segunda metade da década de 20. A guerra havia transformado o país de um devedor internacional no maior credor do mundo.[31] Os investidores europeus tinham sido obrigados a liquidar suas carteiras de títulos norte-americanos e a assumir novas dívidas externas. Com a devastação deixada pela guerra, a Europa estava sedenta de capital, ao passo que os Estados Unidos saíram do conflito incólumes. A escassez de capital resultou na prática de elevadas taxas de retorno, criando um estímulo para que o capital norte-americano fluísse através do Atlântico.

Gráfico 3.3
Saídas de capital privado, líquido e total dos Estados Unidos, 1919-29

Fonte: Office of Business Economics (1954).

Com exceção de 1923, o ano da invasão do Ruhr, os Estados Unidos concederam grandes empréstimos ao exterior (ver gráfico 3.3). Novas emissões de títulos para tomadores estrangeiros, que registraram um pico em 1927-28, constituíram-se no principal componente desse fluxo. A emissão de bônus denominados em dólares em nome de governos e grandes empresas estrangeiras foi um novo empreendimento para os bancos de investimento norte-americanos. Em verdade, a própria escala desses negócios com bônus era nova: até 1914, não mais de 200 mil norte-americanos investiam em bônus; em 1929, esse número havia quintuplicado.[32] Os bancos nacionais, que tinham se envolvido na campanha de guerra para distribuir os bônus Liberty, procuraram conservar seus recém-conquistados clientes tratando de interessá-los em títulos estrangeiros. Para assegurar uma oferta ininterrupta de bônus estrangeiros, esses bancos começaram a originá-los, uma prática que gerava um incentivo adicional à sua comercialização. Nas ruas mais movimentadas, os bancos abriram estabelecimentos operados por seus departamentos de bônus, para que estes pudessem atrair os transeuntes e contrataram caixeiros-viajantes para vender de porta em porta bônus estrangeiros a agricultores e viúvas.

Tendo em vista a dependência de outros países em relação às importações de capital dos Estados Unidos, o colapso do processo de reciclagem em 1928 foi um duro golpe. As elevações nas taxas de juro iniciadas pelo Fed

[31] A introdução clássica a essa transformação encontra-se em Lewis (1938).

[32] Essas estimativas foram extraídas de Stoddard (1932) e Cleveland e Huertas (1985).

para segurar o crescimento explosivo em Wall Street e deter o declínio da taxa de cobertura de ouro tornou mais atraentes os investimentos em títulos de renda fixa. As taxas de juro mais elevadas também prejudicaram a credibilidade financeira de países fortemente endividados, subitamente penalizados pelo pagamento de juros mais elevados. Os empréstimos norte-americanos ao exterior, em níveis elevados no primeiro semestre de 1928, caíram a zero na segunda metade do ano.

A partir do momento em que cessou a entrada de capitais, começou a cair a demanda nos países devedores. A conseqüente queda nos preços relativos dos bens produzidos por esses países foi o mecanismo através do qual essas nações aumentaram suas exportações e reduziram suas importações para eliminar o diferencial resultante do colapso no influxo de capitais. Em outras palavras, o mecanismo de fluxo de moedas metálicas finalmente entrou em ação. Mas, com o início da Grande Depressão, em 1929, os mercados exportadores receberam mais um golpe, com o que as modificações anteriormente registradas nos preços relativos resultaram totalmente inadequadas.

Havia duas maneiras óbvias de atenuar o impacto do declínio nos empréstimos norte-americanos e o impacto nos balanços de pagamentos resultantes da irrupção da Grande Depressão. Primeiro, as dívidas e reparações de guerra poderiam ser canceladas. O perdão temporário envolvendo as indenizações da Alemanha à França e Grã-Bretanha e os pagamentos da França e Grã-Bretanha aos Estados Unidos teria fortalecido o balanço de pagamentos da Europa e reduzido sua dependência em relação ao capital norte-americano. Entretanto, evidenciou-se a impossibilidade da negociação de uma moratória no pagamento das dívidas e reparações de guerra num prazo eficaz. Segundo, uma redução adicional nos preços e custos, balizada pelo modelo de fluxo de moedas metálicas, poderia ter trazido os preços das mercadorias européias e latino-americanas de volta a um patamar competitivo nos mercados internacionais. Mas havia limites a até que ponto os preços poderiam baixar sem desencadear uma espiral deflacionária. Uma vez que os papéis da dívida externa eram expressos em termos nominais, a queda no nível de preços fazia crescer o custo real dos recursos necessários para honrar aqueles compromissos, agravando o problema do equilíbrio nas contas externas. Como as dívidas dos agricultores e das empresas eram expressas em termos nominais, a queda no nível de preços, que reduzia as receitas das vendas, resultava num agravamento dos problemas de inadimplência e execuções hipotecárias. Se, em conseqüência desses desdobramentos, o volume de empréstimos não honrados atingisse determinado patamar, a estabilidade do sistema bancário poderia ser ameaçada.[33] Por todas essas razões, havia limites à eficácia do remédio deflacionário habitual.

Reações à Grande Depressão

Os leitores familiarizados com a história do padrão ouro não encontrarão nada de surpreendente nesses abalos simultâneos nos mercados de capital e de "commodities"; os países exportadores de produtos primários haviam experimentado essas crises repetidamente antes da guerra. Assim como naquela época, os países em desenvolvimento tinham poucas opções. Eles podiam usar suas receitas remanescentes em moeda estrangeira para continuar honrando o serviço de suas obrigações externas ou podiam poupar as reservas de seus bancos centrais e defender a conversibilidade de suas moedas. O não-pagamento das dívidas faria com que os credores bloqueassem seu acesso ao mercado de capitais, mas a não-manutenção de um nível adequado de reservas por parte de um banco central levantaria sérias dúvidas em relação à estabilidade financeira do país. Decidindo que uma flexibilização de suas normas de adesão ao padrão ouro poderia ser revertida mais prontamente, Argentina, Austrália, Brasil e Canadá modificaram as regras de conversibilidade e permitiram a desvalorização de suas moedas no segundo semestre de 1929 e na primeira metade de 1930. Outros países seguiram o exemplo.

Embora a suspensão da conversibilidade não fosse uma medida sem precedentes por parte de países vítimas desse tipo de choques, em ocasiões anteriores essas medidas de exceção haviam sido caracterizadas por uma abrangência limitada; em nenhum momento entre 1880 e 1913 ocorrera uma conjuntura em que praticamente todos os países periféricos tinham, simultaneamente, abandonado o padrão ouro. Em ocasiões anteriores, a suspensão da conversibilidade havia sido resultado de más colheitas, conflitos militares ou erros na condução da economia neste ou naquele país, eventos que haviam provocado quedas nas exportações e interrompido as entradas de capital. Em 1929, porém, a suspensão da conversibilidade assumida por diversos países foi conseqüência de uma crise econômica mundial e foi, nessa mesma medida, mais danosa ao sistema internacional.

A desintegração do padrão ouro nos países periféricos comprometeu sua estabilidade nos países centrais. Na época, as autoridades não estavam com os olhos fechados para esse perigo; na Grã-Bretanha, o relatório da Comis-

---

[33] O termo técnico referente a esse processo, "deflação da dívida", foi cunhado por Irving Fisher (1933).

são Macmillan (formada para investigar as conexões entre os setores financeiro e fabril), esboçado no verão de 1931, advertia: "os países credores devem — a menos que pretendam perturbar as condições econômicas, primeiro nos países devedores e depois em suas próprias economias — estar dispostos a reemprestar seus superávits, em vez de integrá-los em ouro".[34] Isso provou ser mais fácil de se falar do que fazer.

Esse quadro financeiro frágil se desenhava sobre um problema mais fundamental: o colapso da produção industrial. O mundo industrializado já havia passado por outros períodos recessivos, mas não como aquele iniciado em 1929. Os abalos foram gigantescos — entre 1929 e 1932, a produção industrial nos Estados Unidos caiu 48% e na Alemanha a queda foi de 39%. As estatísticas de desemprego registraram um pico equivalente a 25% da força de trabalho nos Estados Unidos; na Alemanha, o desemprego na indústria atingiu 44%.[35]

Os governos, evidentemente, desejavam estimular suas economias moribundas. Porém, injeções de crédito e queda nas taxas de juro para fomentar o consumo e os investimentos eram incompatíveis com a manutenção do padrão ouro. O suprimento de crédito adicional significaria aumento na demanda por mercadorias importadas. Taxas de juro mais baixas encorajavam investimentos no exterior. As quedas nas reservas daí derivadas estimulavam temores de uma desvalorização da moeda, provocando uma fuga de capitais. Os governos que tentaram recorrer a políticas visando interromper a espiral descendente das atividades econômicas confrontaram-se com a incompatibilidade das iniciativas expansionistas e a conversibilidade ao ouro.

Nesse momento, fizeram-se sentir as mudanças na conjuntura política da década de 20. Antes da guerra, não restava dúvida de que os governos que constituíam o núcleo do conjunto de países industrializados que adotavam o padrão ouro estavam dispostos a defender o sistema. Quando a taxa de câmbio de um país caía, registravam-se entradas de capital que vinham em apoio, e não contra os esforços do banco central em defesa da conversibilidade, uma vez que os "traders" de moedas tinham confiança no compromisso oficial de manutenção da taxa de câmbio numa faixa que permitisse a arbitragem dentro dos chamados *pontos do ouro* e, portanto, esperavam que a desvalorização da moeda fosse revertida. Neste novo ambiente político, não era mais evidente que a desvalorização da moeda fosse um

[34] Comissão sobre Finanças e Indústria (1931), § 184.

[35] Ver Galenson e Zellner (1957).

fenômeno temporário. "A mudança mais importante no período", nas palavras de Robert Triffin, "foi a importância crescente dos fatores domésticos como determinante derradeiro das políticas monetárias".[36] Neste ambiente mais politizado, havia incerteza em relação à maneira como as autoridades reagiriam se obrigadas a optar entre defender o padrão ouro e tomar medidas para reduzir o desemprego.

Tão logo os especuladores tivessem motivos para supor que um governo poderia expandir o crédito doméstico, ainda que essa medida implicasse permitir uma desvalorização na taxa de câmbio, eles começavam a vender a moeda do país para evitar as perdas de capital decorrentes da desvalorização. Os prejuízos que sofressem caso a moeda desvalorizada reagisse eram muitíssimo menores do que os lucros que obteriam com a suspensão da conversibilidade se as autoridades permitissem a desvalorização da moeda. Em contraste com a situação anterior à Primeira Guerra Mundial, os movimentos de capital "de um caráter desestabilizador" (para citar a expressão de Bertil Ohlin mencionada no capítulo 2) tornaram-se freqüentes.

Ao crescerem os temores pela estabilidade das taxas de câmbio, surgiram dúvidas em relação às moedas mais importantes, como a libra esterlina e o dólar. Um presidente de banco central prudente hesitaria em manter depósitos em Londres ou Nova York se houvesse um risco de que a libra ou o dólar viessem a ser desvalorizados. Os britânicos recorreram à persuasão moral para desencorajar a liquidação dos saldos de outros países em Londres. Quando suas promessas de defender a libra revelaram-se vazias, os bancos centrais sofreram grandes prejuízos e passaram a evitar ainda mais a manutenção de reservas em divisas estrangeiras em seus cofres. Um país após outro substituiu seu estoque de divisas por ouro, provocando uma alta no preço relativo do metal. Nos países onde os bancos centrais ainda fixavam o preço nominal do ouro, isso significou uma queda ainda maior nos preços das "commodities". A liquidação das divisas estrangeiras fez cair o volume das reservas internacionais (ouro mais divisas): as reservas dos vinte e quatro países mais importantes caíram em cerca de US$ 100 milhões ao longo de 1931.[37] Com essa queda adicional na disponibilidade de reservas, os bancos centrais foram obrigados a elevar suas taxas de redesconto para assegurar um nível adequado para as reservas e garantir a conversibilidade.

A intensidade da especulação contra uma moeda dependia da credi-

[36] Triffin (1947), p. 57.

[37] Nurkse (1944), p. 235.

bilidade do compromisso do governo em relação à manutenção da paridade do padrão ouro. Nos países que desfrutavam de maior credibilidade, o capital continuava a fluir em direções estabilizadoras, atenuando o conflito entre os equilíbrios interno e externo. Em outros países, onde a credibilidade era questionável, a especulação desestabilizadora agravou a pressão exercida sobre os governos que procuravam compatibilizar interesses conflitantes. Seria de imaginar que a credibilidade de um país decorreria de seu desempenho anterior — ou seja, de ter defendido a paridade do padrão ouro em face de crises anteriores e, quando obrigado a suspender a conversibilidade, restaurá-la, posteriormente, a seu patamar original. A convicção de que a credibilidade podia ser conquistada através da manutenção desse histórico constituiu uma das motivações para a decisão britânica de restabelecer o padrão ouro à paridade vigente no período anterior à guerra. Verificou-se, então, o fato de que os governos dos países que tinham mantido a paridade vigente antes da guerra — Reino Unido e Estados Unidos, entre eles — desfrutavam de menor credibilidade, e os participantes nos mercados financeiros tinham maior confiança nos governos dos países que haviam restabelecido o padrão ouro a uma taxa depreciada, como a França e a Bélgica.

Essa inversão refletia dois fatos. Primeiro, uma dolorosa experiência inflacionária que impedia a restauração da conversibilidade à paridade vigente antes da guerra com freqüência fazia com que um governo se comprometesse obstinadamente com a defesa de sua nova paridade, com o objetivo de prevenir uma recorrência do caos financeiro e social da década anterior. Esse foi, por exemplo, o caso da França, Bélgica e Itália. Em outras palavras, as prioridades políticas correntes importavam mais do que o desempenho no passado. Segundo, as condições econômicas correntes eram tão importantes, se não mais relevantes, do que o desempenho passado para a manutenção dos compromissos para com o padrão ouro. Nos países onde a queda na atividade econômica foi muito forte, como nos Estados Unidos, as dúvidas em relação às condições políticas necessárias à imposição das duras medidas deflacionárias, em defesa das paridades do padrão ouro, podiam ser mais predominantes do que naqueles onde o declínio inicial era relativamente suave, como na França. A credibilidade foi a vítima.

Crises bancárias e sua administração

Enfrentar esses dilemas era mais penoso em países com sistemas bancários frágeis. Em face da queda nos preços associada à Depressão, resultou difícil para os tomadores de empréstimos junto ao sistema bancário honrar seus compromissos. Ao corroer o valor das garantias, a baixa dos preços deixou os bancos

hesitantes em relação a rolar os empréstimos correntes ou conceder novos financiamentos. As pequenas firmas sem condições de obter capital de giro foram obrigadas a reduzir seu nível de atividade. As empresas com perspectivas lucrativas viram secar as fontes de recursos necessários para concretizá-las.

Os bancos centrais, como emprestadores de última instância para o sistema bancário, estavam conscientes dessas dificuldades. Mas foram desencorajados de intervir em benefício do sistema bancário em virtude da prioridade que atribuíam ao câmbio fixo associado ao padrão ouro. Uma injeção de liquidez nos mercados financeiros poderia desrespeitar as normas às quais estavam sujeitos os bancos centrais, e que os obrigavam a manter um piso para a proporção de ouro em relação aos passivos externos. Tal ação teria reforçado as dúvidas sobre o grau de seu compromisso para com a defesa da paridade do padrão ouro. Na verdade, o receio de que os bancos centrais poderiam estar dispostos a montar operações de socorro ao sistema bancário, ainda que para isso fosse necessário permitir uma desvalorização da moeda, provocou mais resgates de depósitos uma vez que os investidores procuravam evitar as perdas de capital decorrentes da desvalorização. Em conseqüência, quanto mais rapidamente os bancos centrais mais ágeis injetassem liquidez no sistema financeiro, maior a velocidade com que o dinheiro escaparia do país através de uma fuga de capitais. Nessas circunstâncias, a intervenção do emprestador de última instância poderia ser não apenas difícil, como também contraproducente.[38]

Essas dificuldades resultavam ainda maiores pelo fato de que muitos dos mecanismos que tinham sido empregados no gerenciamento de crises bancárias antes da guerra não poderiam ser postos em prática. Quando a crise envolvia todo o sistema bancário, era impossível organizar operações coletivas de socorro através das quais os bancos mais fortes davam apoio aos mais fragilizados. Para países como os Estados Unidos, operações salva-vidas, como a que tinha sido organizada pelo Banco da Inglaterra em 1890 em resposta à crise do Baring, não constituíam uma solução. Suspensões generalizadas da conversibilidade dos depósitos em moeda, como aquela ocorrida em 1893, ocorreram apenas quatro anos após o início da Depressão, quando um novo presidente, Franklin Roosevelt, assumiu o cargo e decretou feriado bancário nacional. Uma explicação é que o consórcio de bancos em Nova York e em

[38] Alguns autores sustentam que os Estados Unidos eram o único país cujo banco central possuía ouro suficiente para enfrentar seus problemas bancários e monetários sem colocar em risco a conversibilidade ao ouro. Esse é o ponto de vista de Milton Friedman e Anna Schwartz (1963). Entre as vozes discordantes estão as de Barrie Wigmore (1984) e Barry Eichengreen (1992b).

outros centros financeiros, que, em conjunto, havia suspendido suas operações em 1893 e em outras ocasiões, descuidou de suas responsabilidades coletivas por acreditar que o recém-criado Federal Reserve System viria em seu socorro. Se assim confiaram, enganaram-se.

Além disso, na década de 30 não se recorria a períodos de suspensão temporária da vigência do padrão ouro, que permitiram aos governos e bancos centrais do século XIX relaxar as restrições inerentes ao sistema do padrão ouro.[39] Conforme discutido no capítulo 2, somente no caso de cumpridas rigorosamente determinadas condições essa cláusula de exceção poderia ser invocada sem comprometer a credibilidade do compromisso do governo na defesa da paridade do padrão ouro. Era preciso ficar claro que a evasão interna ou externa de capitais — em reação à qual a conversibilidade fosse suspensa temporariamente — era conseqüência de circunstâncias não resultantes da ação das próprias autoridades. Tendo em vista não haver quaisquer dúvidas — antes da Primeira Guerra Mundial — da absoluta prioridade atribuída pelos bancos centrais à defesa da conversibilidade, não havia razão para acreditar que políticas excessivamente expansionistas dos bancos centrais fossem, em si mesmas, responsáveis pela crise em reação à qual era decidida a suspensão temporária.

Depois da Primeira Guerra Mundial, as prioridades eram outras, e os bancos centrais e governos ficaram sujeitos a fortes pressões no sentido de fazer cortes nas taxas de juro e realizar operações expansionistas de mercado aberto em resposta à deterioração nas condições econômicas domésticas. Em outras palavras, já não havia certeza de que a fuga de capitais era disparada por circunstâncias não resultantes das ações dos próprios bancos centrais. As medidas de suspensão da conversibilidade e desvalorização da moeda podiam ser vistas como uma confirmação desse fato e comprometer seriamente a credibilidade das políticas. Com a credibilidade de seu compromisso para com a conversibilidade já em dúvida, os bancos centrais não tinham alternativa para tranqüilizar os mercados, senão através da defesa da paridade ouro até o amargo fim. Assim, a vigência do padrão ouro impunha constrangimentos à intervenção em apoio ao sistema bancário.

A solução para esse dilema era a cooperação internacional. Se outras nações emprestassem seu apoio ao câmbio de um país em dificuldades, quando

[39] Como veremos adiante, a maioria dos países que suspendeu a conversibilidade ao ouro o fez em caráter permanente. Os poucos países que posteriormente restauraram a conversibilidade, como os Estados Unidos, fizeram-no apenas depois de desvalorizar suas moedas.

o banco central desse país injetasse liquidez em seu sistema financeiro, isso já não significaria, necessariamente, a irrupção de uma crise cambial. Analogamente, se as iniciativas expansionistas monetária e fiscal tivessem sido coordenadas internacionalmente, a restrição externa teria sido relaxada. A expansão no plano doméstico poderia, ainda, enfraquecer o balanço de pagamentos, mas uma expansão no exterior tenderia a equilibrá-lo. Uma coordenação das políticas econômicas interna e externa teria tornado possível neutralizar as conseqüências no balanço de pagamentos. A escassez mundial de liquidez resultante do colapso da intermediação financeira teria sido evitada.

Infelizmente, diferenças de interpretação impediram os esforços de coordenar a reflação em nível internacional. Na Grã-Bretanha, a queda na atividade econômica foi atribuída às inadequadas provisões de dinheiro e crédito por parte do Banco da Inglaterra. Esse ponto de vista foi colocado por Keynes em seu depoimento sigiloso perante a Comissão Macmillan em 1931 e por outros críticos da decisão, tomada por Churchill em 1925, de restaurar a paridade vigente no período anterior à guerra. Na França, em contrapartida, a expansão monetária era considerada como o problema, não a solução. Tendo em vista a inflação de dois dígitos que havia castigado o país na primeira metade da década de 20, os franceses associavam a expansão monetária com caos financeiro e político. Eles viam a Depressão como a conseqüência da excessiva geração de crédito por parte de bancos centrais que não tinham respeitado as normas do padrão ouro. O crédito barato, acreditavam eles, tinha alimentado especulação excessiva, montando o cenário para o colapso de 1929. Ações dos bancos centrais, no sentido de intervir novamente quando os preços tivessem apenas começado a cair, ameaçavam disparar outra rodada de excessos especulativos e, por fim, outra depressão. Seria mais saudável expurgar tais excessos mediante a liquidação de empresas excessivamente endividadas. Uma visão igualmente liquidacionista orientou a política norte-americana até que Franklin Roosevelt assumiu o governo em 1933.

Em vista dessas opiniões incompatíveis, a perspectiva de cooperação internacional era inviável. E não havia espaço para a implementação de políticas unilaterais visando estabilizar a economia em razão das restrições impostas pelas normas do padrão ouro.

A desintegração do padrão ouro

Contra esse pano de fundo, é possível compreender o colapso do padrão ouro. A Áustria foi o primeiro país europeu a sofrer crises bancárias e de balanço de pagamentos. O fato de os austríacos terem sido as primeiras vítimas nada teve de aleatório.

O endividamento externo da Áustria no curto prazo ultrapassava US$ 150 milhões, uma soma considerável para um pequeno país. Grande parte dessa dívida assumia a forma de depósitos líquidos em bancos vienenses. E os bancos já estavam enfraquecidos em razão de grandes empréstimos para um setor industrial que sofria desproporcionalmente com a queda na atividade econômica.

O maior banco de depósitos austríaco, o Credit Anstalt, estava numa situção particularmente perigosa. "Quem é muito grande não corre o risco de falir" — esse é o princípio que ao banco se aplicava com todo o vigor: os passivos do Credit Anstalt eram maiores do que o orçamento do governo austríaco.[40] Um congelamento dos depósitos de seus correntistas, por qualquer período que fosse, teria provocado efeitos econômicos devastadores. Portanto, as autoridades não hesitaram em correr em socorro ao banco quando seus diretores revelaram, em maio de 1931, que o volume de inadimplência havia zerado seu capital.

Embora o governo tenha agido rapidamente para repor o capital do Credit Anstalt, sua intervenção não tranqüilizou os depositantes. Havia rumores, depois confirmados, de que os prejuízos do banco eram superiores aos divulgados. Houve a revelação de que a Áustria e a Alemanha tinham discutido o estabelecimento de uma união alfandegária — uma transgressão do Tratado de Versalhes e um fato que dificilmente aumentaria as chances de ajuda francesa e britânica. Acima de tudo, a provisão de liquidez ao sistema bancário por parte do governo era potencialmente incompatível com sua manutenção do padrão ouro. O banco central aumentou o volume de notas em circulação em mais de 25% nas últimas três semanas de maio em conseqüência da compra de ações do Credit Anstalt e de sua ajuda a instituições financeiras em dificuldades, isso durante um período em que suas reservas internacionais estavam caindo, e não crescendo. O orçamento já havia começado a registrar um déficit, em razão da queda na atividade econômica. O fato de o governo ter dado o que era, na prática, uma cobertura estatal ilimitada aos passivos do Credit Anstalt apenas prenunciou novos déficits.[41] Embora o

[40] Ver Schubert (1990), pp. 14-5. As dificuldades do Credit Anstalt foram agravadas pelos empréstimos ruins herdados na aquisição de outro banco, o Bodenkreditanstalt, em 1929. Essa fusão havia sido imposta a um Credit Anstalt relutante por um governo que desejava proteger o banco nacional de prejuízos em operações de redesconto que havia equivocadamente facilitado ao Bodenkreditanstalt. Isso proporcionou ao Credit Anstalt um direito especial a receber ajuda em 1931.

[41] Esse nexo é enfatizado por Harold James (1992), p. 600 e *passim*.

banco central fosse proibido por lei de prover financiamento direto para cobrir esses déficits, ele tinha desrespeitado seus regulamentos anteriormente, ao fazer o redesconto de letras financeiras.[42] Nada disso tranqüilizou os mercados. Temendo uma desvalorização da moeda ou a adoção de controles de câmbio, os poupadores encerraram suas contas como um primeiro passo para transferir seus fundos para fora do país.

Uma ajuda ao sistema bancário sem colocar em risco o padrão ouro (e, a propósito, defendendo a conversibilidade sem desestabilizar o sistema bancário) exigiria um empréstimo externo. Negociações tiveram início no Banco para Compensações Internacionais (BIS — Bank for International Settlements), o "banco central dos bancos centrais", em Basiléia, que era, segundo a lógica, o agente mais indicado para coordenar a cooperação financeira. Essas negociações arrastaram-se sem chegar a uma conclusão. O fato de o BIS ter sido criado para administrar os pagamentos das reparações de guerra alemãs emprestou uma conotação política a suas deliberações. Os franceses insistiram em que a Áustria inicialmente renunciasse à união alfandegária proposta, como condição para receber ajuda. E o empréstimo finalmente recebido foi uma gota no oceano, em vista da velocidade da fuga de capitais do país.

Sem condições de evitar escolher entre defender seu sistema bancário e defender seu padrão ouro, a Áustria optou pela primeira alternativa. Mas, com as lembranças da hiperinflação sob o câmbio flutuante ainda na memória, o governo decidiu impor controles sobre o câmbio, em vez de permitir uma desvalorização de sua moeda. Inicialmente, os controles foram administrados informalmente pelo sistema bancário. Como preço a pagar pela ajuda governamental, os principais bancos vienenses concordaram em não transferir capital ou ouro para o exterior e não colocar fundos à disposição de seus clientes para essa finalidade. Embora essas restrições funcionassem surpreendentemente bem, continuava havendo oportunidades de ganhos para este ou aquele banco que desrespeitasse o acordo. Em setembro, portanto, os controles de câmbio foram oficializados. O xelim austríaco caiu de 10% a 15% nos mercados paralelos dos cafés vienenses, único lugar onde ainda eram negociadas moedas estrangeiras.[43]

Da Áustria, a crise se alastrou para a Hungria e para a Alemanha. O Credit Anstalt detinha um interesse controlador no maior banco húngaro. Por isso, quando o pânico irrompeu em Viena, os investidores estrangeiros co-

[42] Schubert (1991), pp. 59-61.

[43] Ver Ellis (1941), p. 30.

meçaram a sacar seus fundos dos bancos de Budapeste. A Hungria também estava obrigada ao pagamento de reparações e, sendo exportadora de produtos agrícolas, tinha incorrido em grandes perdas em seus termos de troca. O banco central tinha poucos recursos à sua disposição. Em julho, foi declarado um feriado bancário. O governo congelou os depósitos de estrangeiros e impôs controles de câmbio. A conversibilidade da moeda doméstica em ouro e o direito de remeter numerário em espécie para o exterior foi suspenso. Assim como na Áustria, o padrão ouro transformou-se numa concha oca.

Embora os investimentos do Credit Anstalt na Alemanha fossem insignificantes, e os depósitos alemães em Viena, limitados, os sistemas bancários austríaco e alemão se assemelhavam em importantes aspectos. Os bancos alemães, assim como os austríacos, estavam fortemente comprometidos com a indústria e sofreram grandes prejuízos em conseqüência da Depressão. Assim, a crise do Credit Anstalt alertou os observadores para a vulnerabilidade desses bancos.[44] Na Alemanha, assim como na Áustria, era muito frágil o equilíbrio nas contas externas, sendo que a manutenção da regularidade dos pagamentos alemães dependia da entrada de capitais. A balança comercial alemã registrava um superávit pequeno (pois a Alemanha, como exportadora de produtos industrializados, havia registrado ganhos, e não perdas, em seus termos de troca), mas esse superávit era apenas suficiente para financiar as reparações de guerra, e não para também cobrir o serviço das dívidas comerciais.

Tanto os depositantes domésticos como os estrangeiros sacaram seu dinheiro dos bancos alemães depois da irrupção da crise austríaca.[45] Inicialmente, o Reichsbank injetou liquidez no sistema bancário. Mas, como a dívida externa alemã de curto prazo equivalia a três vezes as reservas do Reichsbank, o banco central tinha pouca margem de manobra. No final de maio — muito pouco tempo antes, portanto —, o estoque alemão de ouro monetário era o quarto maior do mundo e sua relação entre o encaixe metálico e as notas e depósitos à vista era superior a 50%. Em 21 de junho, a proporção tinha caído para 40%, o mínimo estipulado pela legislação. Episódios como esse forneciam "evidência folgada", nas palavras de um observador, "de que, por maior que seja o estoque de ouro de um país, ele jamais será adequado, se essa adequação for testada em sua capacidade de estancar a fuga de ouro decorrente de uma perda de confiança na estrutura de crédito do país".[46]

A Alemanha, assim como a Áustria, procurava obter um empréstimo do exterior e uma moratória das reparações de guerra. Mas o presidente do Banco da França, Clement Moret, fazendo coro à posição de seu país em suas negociações com a Áustria, exigiu que o governo alemão reafirmasse, primeiramente, seu compromisso em relação ao pagamento das reparações. George Harrison, do Federal Reserve Bank de Nova York, insistiu, perversamente, em que a Alemanha concordasse em limitar a provisão de crédito ao sistema bancário. Harrison estava disposto a emprestar dinheiro ao Reichsbank, mas somente se este se comprometesse a não utilizá-lo.

Enquanto isso, o Reichsbank fez o que podia para defender o padrão ouro, limitando o crédito ao sistema bancário em um esforço para defender suas reservas. O resultado desse arrocho foi, previsivelmente, uma crise bancária. O evento que a precipitou foi a quebra de uma empresa têxtil, a Nordwolle, que era cliente de um dos grandes bancos berlinenses. Em 13 de julho, o governo foi obrigado a decretar feriado bancário. Em seguida, adotou controles sobre o câmbio. A Alemanha, o maior país industrializado da Europa e a segunda potência industrial do mundo, já não era mais um membro do clube do padrão ouro.

A crise da libra esterlina

Em virtude dos frouxos laços dos bancos britânicos com a indústria, eles estavam relativamente bem protegidos da queda na produção industrial.[47] Mas os acordos de suspensão de pagamentos com a Europa central estavam criando dificuldades para diversos dos bancos mercantis; por exemplo, em julho, o Lazard Frères esteve à beira da falência e resistiu apenas em decorrência de grande ajuda do Banco da Inglaterra. Corriam muitos rumores de que outras instituições estavam enfrentando dificuldades similares.[48]

Além disso, o Banco da Inglaterra vinha enfrentando quedas em suas reservas desde o retorno ao padrão ouro, em 1925. Para contrabalançar essas perdas, o banco recorreu às "receitas invisíveis" do país: juros e dividen-

[44] Harold James (1984) e Peter Temin (1994a) questionam a interdependência das crises austríaca e alemã, reduzindo a importância desses canais de informação.

[45] Assim como as autoridades suecas queixaram-se, em 1992, de que os investidores estrangeiros apanhados de surpresa pela crise finlandesa eram incapazes de distinguir um país nórdico de outro, os políticos alemães queixaram-se de que os estrangeiros não eram capazes de distinguir Berlim de Viena e Budapeste. Ver cap. 5.

[46] Hardy (1936), p. 101.

[47] Além disso, em comparação com os padrões norte-americanos, o sistema bancário britânico era concentrado, o que proporcionava uma proteção extra de lucros; e possuía uma ampla rede de agências, o que o protegia de choques desta ou daquela região específica. Uma análise das implicações para a estabilidade financeira pode ser encontrada em Grossman (1994).

[48] Ver Sayers (1976), vol. 2, pp. 530-1; James (1992), p. 602.

dos sobre investimentos estrangeiros, receitas do turismo e também de transportes, seguro e serviços financeiros prestados a estrangeiros (ver *conta de serviços* no Glossário). A partir de 1930, outros países impuseram barreiras tarifárias para proteger setores deprimidos da economia contra a concorrência estrangeira e, em conseqüência, o comércio mundial sofreu um colapso, reduzindo as receitas britânicas provenientes de transportes e seguros. A queda nos juros, dividendos e lucros sobre investimentos estrangeiros foi ainda maior. Em 1930, isso refletiu a deterioração generalizada das condições dos negócios. Em 1931, a situação se complicou ainda mais com a inadimplência dos países da América Latina e com a proibição das transferências de juros pela Áustria, Hungria e Alemanha. Entre 1929 e 1931, a balança comercial do Reino Unido registrou uma deterioração de 60 milhões de libras esterlinas, mas sua balança invisível piorou em mais de duas vezes aquele montante, tornando cada vez mais difícil para o Banco da Inglaterra manter a libra nos limites dos pontos do ouro.[49] As perdas de ouro se aceleraram na segunda metade de 1930, fazendo com que o Banco da França e o Federal Reserve Bank de Nova York promovessem uma intervenção em defesa da libra esterlina. A taxa de câmbio caiu de US$ 4,86 para US$ 4,85 em janeiro de 1931, antes de registrar uma recuperação (ver gráficos 3.4 a 3.7).

Diversos historiadores chamaram a atenção para essas tendências nos balanços de pagamentos.[50] O agravamento nas contas correntes, observam eles, drenou ouro do Banco da Inglaterra e montou o cenário para o ataque à libra. O que essa análise não leva em conta, porém, é que o banco dispunha de um instrumento eficaz — a taxa de redesconto — com que se defender. Valer-se dela não representaria uma ameaça ao sistema bancário, ao contrário da situação na Áustria e na Alemanha. O Banco da Inglaterra elevou sua taxa em um ponto percentual inteiro em 23 de julho, e em mais um ponto uma semana depois. Se a experiência histórica pode nos servir de algum balizamento, esses aumentos na taxa de redesconto deveriam ter sido suficientes para atrair um volume de capital suficiente para mais do que equilibrar a deterioração na conta corrente.[51]

A pergunta que se coloca, então, é por que a fuga de capitais não foi estancada. Os mercados talvez tenham considerado insustentáveis os aumentos

[49] Sayers (1976), vol. 3, pp. 312-3.

[50] Ver, por exemplo, Moggridge (1970).

[51] Esta é a conclusão tirada por Cairncross e Eichengreen (1983, pp. 81-2) com base na simulação de um pequeno modelo do balanço de pagamentos britânico.

na taxa de redesconto adotados pelo banco. Taxas de juro mais elevadas agravavam o desemprego e reduziam a sustentação a um governo trabalhista em minoria no Parlamento.[52] Elas agravavam o problema da inadimplência dos tomadores de empréstimos, debilitando a posição dos bancos cujas receitas já tinham sido devastadas pelo impasse na Europa central. Taxas de juro elevadas aumentavam o custo do serviço da dívida pública e prejudicavam ainda mais a posição fiscal. Na dívida do governo, predominava a enorme massa de bônus líquidos denominados "dívida de guerra", e o pagamento de juros absorvia um terço das despesas governamentais. O orçamento, superavitário no final da década de 20, passou a deficitário em 1930-31.[53] Se as condições não melhorassem e o desemprego continuasse a crescer, a pressão sobre o Banco da Inglaterra para que este abandonasse suas políticas de austeridade poderia revelar-se irresistível.[54] A crise alemã, um sinal de dificuldades para a recuperação econômica européia, fez crescer a probabilidade de que a saúde da economia não seria efetivamente conquistada. O relatório da Comissão Macmillan já tinha defendido medidas para interromper "a violenta queda nos preços, cujos efeitos sobre a estabilidade política e social já são muito grandes".[55] Prevendo que o governo e o Banco da Inglaterra poderiam ser obrigados a inverter o curso de sua política, os especuladores começaram a vender libras.[56]

[52] Nas palavras de Sidney Pollard (1969, p. 226): "foi, em parte, a gravidade da depressão e o nível de desemprego que inibiu a elevação das taxas de juros a níveis catastróficos". Segundo Diane Kunz (1987, p. 184): "com a queda já muito acentuada nas atividades das empresas, patrões, trabalhadores e seus representantes no Parlamento estavam dispostos a pagar o preço de uma taxa de juros tão elevada".

[53] A Comissão sobre Gastos Nacionais, presidida por sir George May, chamou a atenção para esses problemas em um relatório publicado em julho.

[54] Essas dinâmicas foram modeladas formalmente por Ozkan e Sutherland (1994).

[55] Comissão sobre Finanças e Indústria (1931), p. 92.

[56] A cronologia dos eventos sustenta essa interpretação: em 15 de julho, dois dias depois que o Darmstaedter und Nationalbank, uma da maiores instituições financeiras da Alemanha, deixou de abrir suas portas, a libra esterlina caiu 1,5%, furando o ponto de ouro mais baixo em relação a outras moedas fortes. Quando a conferência das sete potências para discutir as reparações de guerra alemãs chegou a um impasse, deixando evidente que a crise alemã não seria solucionada rapidamente, a libra voltou a cair. O corte de 56 milhões de libras nos gastos proposto pelo governo e o sucesso do Banco da Inglaterra em obter créditos do Banco da França e do Federal Reserve Bank de Nova York retardaram o colapso até setembro, mas nenhum desses expedientes reduziu o desemprego nem eliminou o problema que ele gerou para a defesa da paridade da libra.

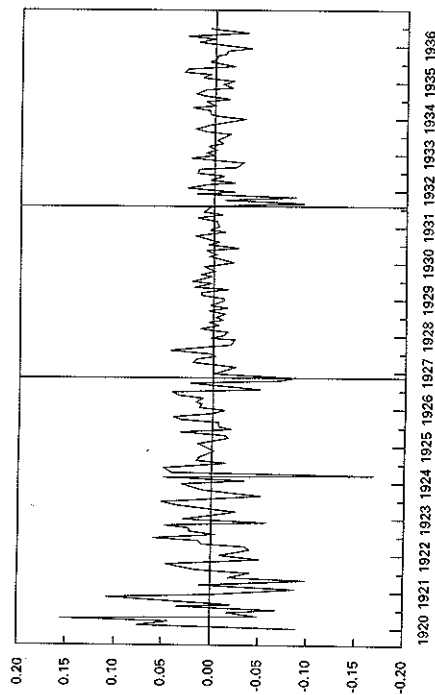
Gráfico 3.4
Taxa de câmbio real franco-libra esterlina, jan. 1920-ago. 1936
(variação mensal nos preços relativos de atacado)

Fontes: Taxas de câmbio nominais do Federal Reserve Board (1943); preços de atacado da International Conference of Economic Services (1938).

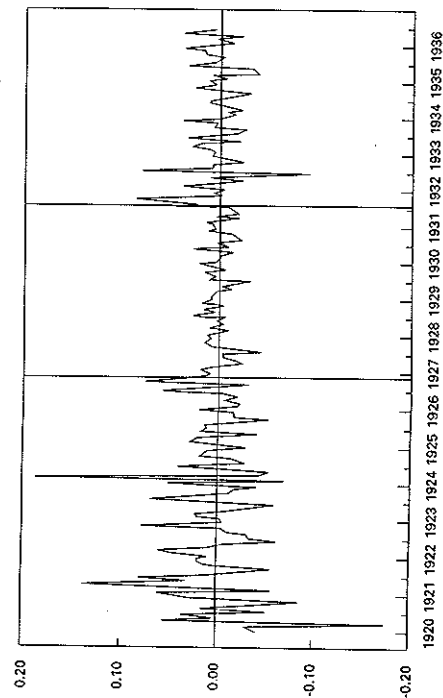
Gráfico 3.5
Taxa de câmbio real coroa sueca-franco francês, jan. 1920-ago. 1936
(variação mensal nos preços relativos de atacado)

Fontes: Taxas de câmbio nominais do Federal Reserve Board (1943); preços de atacado da International Conference of Economic Services (1938).

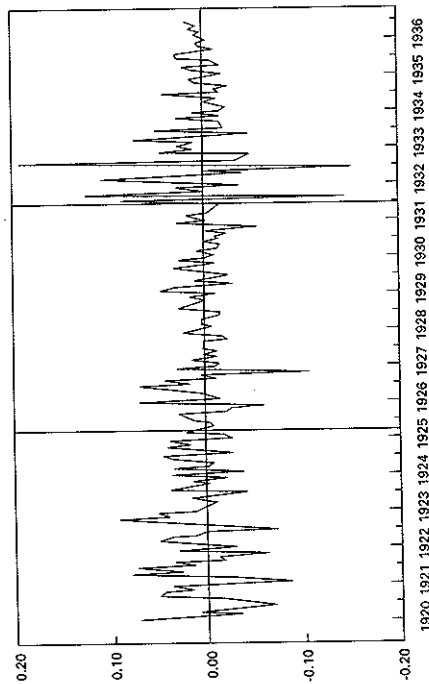
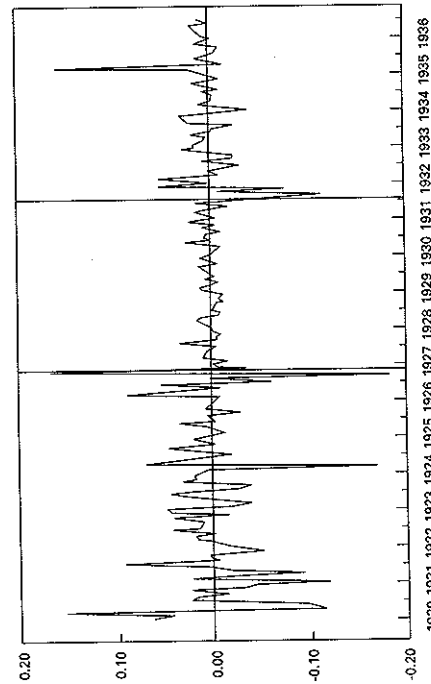
Gráfico 3.6
Taxa de câmbio real coroa sueca-libra esterlina, jan. 1920-ago. 1936
(variação mensal nos preços relativos de atacado)

Fontes: Taxas de câmbio nominais do Federal Reserve Board (1943); preços de atacado da International Conference of Economic Services (1938).

Gráfico 3.7
Taxa de câmbio real franco belga-libra esterlina, jan. 1920-ago. 1936
(variação mensal nos preços relativos de atacado)

Fontes: Taxas de câmbio nominais do Federal Reserve Board (1943); preços de atacado da International Conference of Economic Services (1938).

O Banco da Inglaterra estava disposto a manter sua taxa de redesconto em 2,5%, nível vigente em 16 de julho, ou em 3,5%, praticada em 23 de julho, a despeito do desemprego de 20%. Não tendo ocorrido um ataque contra a moeda, a paridade da libra pôde ser sustentada com uma taxa de redesconto nesse nível. O que se mostrou insustentável, por razões políticas, foram aumentos adicionais nas taxas de juro, ou mesmo o nível corrente dessas taxas, em virtude da persistência da queda na atividade econômica. Percebendo que havia limites em até que ponto o Banco da Inglaterra estava disposto a ir, e que o Banco e o governo provavelmente reduziriam as taxas de juro e passariam a praticar uma política de "dinheiro barato" depois que a luta em defesa do padrão ouro fosse perdida, os mercados forçaram a mão. A crise alemã foi um ponto focal para a ação conjunta dos "traders" de moedas. Ao vender libras esterlinas em quantidades tão grades que obrigavam aumentos nas taxas de juro de tal magnitude que nenhum governo democraticamente eleito enfrentando um nível de desemprego de 20% poderia suportar, os mercados precipitaram o abandono de uma paridade que, de outra forma, teria permanecido viável. O fato de o governo ter tomado empréstimos de volumes limitados de moeda forte em Nova York e Londres no início de setembro apenas adiou o dia do acerto de contas final; embora essa iniciativa tenha colocado recursos adicionais nas mãos do governo, ela também fez crescer a dívida externa do país, reforçando o ceticismo dos especuladores em relação às suas perspectivas de longo prazo e encorajando-os a redobrar seus esforços.[57] Uma vez desfechado o ataque contra a libra, foi impossível contê-lo.

A suspensão da conversibilidade pela Grã-Bretanha em 19 de setembro de 1931, mais do que qualquer outro evento, simbolizou a desintegração do padrão ouro no período entre as guerras. A libra esterlina ocupara o centro do sistema antes da guerra. Ela tinha sido uma das duas âncoras de seu sucessor no período entre as guerras. Então, em três meses, ela perdeu um terço de seu valor em relação ao ouro. Essa desvalorização comprometeu a confiança em outras moedas. As reservas em dólares dos bancos centrais estrangeiros foram convertidas em ouro, em razão dos temores de que eles poderiam sofrer perdas de capital em seus saldos na moeda. Os mercados, subitamente dispostos a pensar o impensável — que o dólar poderia ser desvalorizado —, passaram a vender a moeda, obrigando o Federal Reserve a elevar as taxas de juro.

[57] Buiter (1987) analisa um modelo no qual a tomada de empréstimos no exterior para defender a taxa de câmbio apenas contribui para intensificar uma crise.

A conversão de dólares em ouro reduziu a base de reservas do sistema monetário mundial. No início de 1932, cerca de 25 países reagiram à pressão abandonando a conversibilidade e desvalorizando suas moedas. Como sistema global, o padrão ouro tinha sido abandonado.

O DÓLAR ENTRA EM CENA

A conversibilidade ao ouro ficou, então, limitada à Europa ocidental (onde a França, Bélgica, Suíça, Holanda, Tchecoslováquia, Polônia e Romênia continuaram a honrar o compromisso), aos Estados Unidos e aos países da América Latina na esfera de influência americana, assim como às colônias ultramarinas daqueles países (as Índias orientais holandesas e as Filipinas, por exemplo). Um segundo grupo de países da Europa central e oriental deu sustentação a suas respectivas moedas adotando controles de câmbio. Embora suas taxas de câmbio tenham permanecido nominalmente inalteradas, os fluxos financeiros internacionais foram controlados e a oferta de moeda estrangeira foi racionada, o que provocou o surgimento de ágio no câmbio negro. Um terceiro grupo foi constituído por países que acompanharam o abandono do padrão ouro pelo Banco da Inglaterra e atrelaram suas moedas à libra. Em conseqüência desse vínculo, esses países desfrutaram muitos dos benefícios da estabilidade na taxa de câmbio e, como a Grã-Bretanha, baixaram suas taxas de juro para estimular uma recuperação da Depressão.

Nos países que abandonaram o padrão ouro e desvalorizaram suas moedas, caíram os gastos com a importação de produtos dos países do bloco do ouro, que tinham ficado mais caros. Na Alemanha e em seus vizinhos na Europa oriental, os controles de câmbio tiveram o mesmo efeito. Os membros do bloco do ouro sofreram uma deterioração em suas posições competitivas e em seus balanços de pagamentos. Registrou-se uma queda da demanda no mundo do padrão ouro, aprofundando a Depressão e aumentando a pressão em favor de uma reversão nas políticas de austeridade. Diante dessas perspectivas, os investidores começaram a questionar a estabilidade das moedas que permaneceram lastreadas em ouro.

A primeira a cair foi o dólar, que foi desvalorizado em 1933. Até que Roosevelt assumisse a presidência em março, a produção continuou a cair e o quadro de desemprego se agravou. Bancos faliram em número alarmante. A administração Hoover tinha poucas opções, pois o padrão ouro impedia a adoção de medidas reflacionárias. Nos últimos meses de 1931, o Banco da França, que tinha registrado uma perda de 35% em suas reservas em libras em conseqüência da desvalorização promovida pela Grã-Bretanha, retomou a liquidação de estoques de moedas estrangeiras, inclusive dólares. O Federal

Reserve, que possuía pequenos estoques de ouro livre, foi obrigado a permitir que essas perdas de reservas reduzissem ainda mais a oferta monetária nos Estados Unidos.

Em março de 1932, um Congresso já de olho na campanha eleitoral começou a pressionar para que o Fed iniciasse operações de mercado aberto expansionistas. Esse Congresso promulgou a Lei Glass-Steagall, eliminando os constrangimentos do ouro livre que anteriormente haviam inibido ações expansionistas (embora mantendo o encaixe de ouro em 40%).[58] A Comissão de Mercado Aberto cedeu à pressão dos congressistas, expandindo o crédito doméstico através da compra de bônus. Previsivelmente, as reservas deixaram o país e a paridade entre o dólar e o ouro ficou ameaçada. Na última hora, o Congresso entrou em recesso em função da campanha pela reeleição, permitindo que o Fed limitasse sua intervenção. Embora a meia-volta do Fed tivesse sucesso em dar suporte à paridade entre o dólar e o ouro, o episódio revelou uma certa margem de apoio a uma ação reflacionária. Isso fez crescer o ceticismo dos mercados de moedas em relação à seriedade do comprometimento das autoridades eleitas, especialmente do Partido Democrata, para com a manutenção do padrão ouro.[59]

A vitória de Roosevelt confirmou os temores dos mercados. Os analistas, conhecedores da inclinação do presidente pelo experimentalismo, estavam conscientes das pressões que sobre ele se fariam sentir, originadas da diversidade de propostas tentando abrir caminho através do Congresso, e visando forçar o Tesouro e o Federal Reserve System a reflacionar a economia. Fazendo coro à Aliança Populista da década de 1890, os representantes dos estados agrícolas aliaram-se aos interesses dos mineradores da prata num esforço para oficializar compras de prata, que eles estavam dispostos a defender, mesmo que o início dessas compras os obrigasse a abandonar o padrão ouro.

Era razoável imaginar que Roosevelt cederia a essas pressões. Prevendo essa eventualidade, os investidores sacaram seu dinheiro dos bancos com o objetivo de convertê-lo em ouro e moeda estrangeira.[60] Não levou muito tempo para que o novo presidente confirmasse as expectativas dos investidores. Ao assumir a presidência em março, ele se defrontou com corridas aos bancos em praticamente todos os estados e decretou um feriado bancário. Na terceira semana de abril, a medida seguinte foi a suspensão da conversibilidade em ouro. O dólar caiu mais de 10% no restante do mês. Depois de um período de estabilidade que coincidiu com a discussão de um possível acordo para a estabilização da moeda durante a Conferência Econômica de Londres, o governo fez baixar o dólar mediante a aquisição de ouro a preços progressivamente mais elevados, fixados a cada manhã por Roosevelt e um pequeno círculo de assessores que com ele tomavam um desjejum no qual não faltavam ovos e café, no próprio quarto do presidente.[61] Em janeiro de 1934, quando o dólar foi finalmente estabilizado, o preço do ouro havia subido de US$ 20,67 para US$ 35 por onça.

O abandono do padrão ouro pelos Estados Unidos encorajou outros países a seguir na mesma trilha. Isso resultou na formação de um "pequeno bloco do dólar", constituído pelos Estados Unidos, Filipinas, Cuba e grande parte da América Central, seguidos à distância pelo Canadá e Argentina. O impacto sobre as nações que permaneceram fiéis ao padrão ouro era previsível. Nesses países, a depressão se agravou, o que fez crescer a pressão pela adoção de políticas reflacionárias. Os saldos em seus balanços de pagamentos diminuíram, colocando em risco a manutenção da conversibilidade, a menos que políticas de austeridade fossem reforçadas. Um a um, os membros do bloco do ouro foram obrigados a suspender a conversibilidade: a Tchecoslováquia em 1934; a Bélgica em 1935; e a França, os Países Baixos e a Suíça em 1936. A volta ao câmbio flutuante estava completa.

Flutuação administrada

As taxas de câmbio, embora novamente flutuantes, com freqüência exibiam variações mais estreitas do que as registradas na primeira metade da década de 20 (ver *flutuação administrada* no Glossário). As Contas de Equalização Cambial intervieram nos mercados, remando contra a maré, com o

[58] Para obter detalhes sobre o funcionamento da restrição do ouro livre, ver nota 28 deste capítulo.

[59] Uma análise desses desdobramentos políticos e de seu impacto nos mercados é apresentada por Epstein e Ferguson (1984).

[60] Para obter mais detalhes, ver Kennedy (1973) e Wigmore (1989). No cap. 4, veremos que há paralelos com a reação do mercado à eleição de John F. Kennedy em 1960.

[61] Tanto Roosevelt como seus assessores não tinham uma visão coerente de política econômica internacional. Fred Block (1977, p. 26) acusa-os de "evidente incompetência" no entendimento dos conceitos de economia. As opiniões de Roosevelt eram fortemente influenciadas pelas idéias de George Warren e Frank Pearson, dois economistas da Cornell University especializados em questões agrícolas. Warren e Pearson haviam descoberto uma correlação entre os preços das "commodities" agrícolas (que eles tomavam como termômetro da saúde da economia) e o custo do ouro. Para estimular a recuperação dos preços dos produtos agrícolas, eles insistiram em que Roosevelt elevasse o preço do ouro em dólares, provocando, indiretamente, a desvalorização do dólar. Ver Warren e Pearson (1935).

objetivo de evitar acentuadas variações na cotação das moedas. As políticas fiscal e monetária eram menos erráticas, em comparação com a atuação das autoridades nos países de alta inflação na década de 20. Para algumas taxas de câmbio, especialmente no caso da relação entre o franco francês e a libra esterlina, mostrada no gráfico 3.4, as variações, mês a mês, na taxa real assemelhavam-se mais às registradas nos anos imediatamente anteriores à adoção do padrão ouro do que às oscilações verificadas na primeira metade da década de 20. A volatilidade da maioria das outras taxas de câmbio era mais alta, lembrando a do início dessa mesma década.[62]

Uma vez rompido o vínculo com o padrão ouro, os governos e bancos centrais tinham maior liberdade para adotar políticas econômicas independentes. A Grã-Bretanha pôde dar prioridade ao estímulo à recuperação; o Banco da Inglaterra estava livre para reduzir a taxa de redesconto, desde que estivesse disposto a permitir que a libra sofresse uma desvalorização contra moedas lastreadas em ouro. A redução na taxa de redesconto ajudou a baixar as taxas de juro nominal e real de mercado, o que provocou uma recuperação liderada por setores sensíveis às taxas de juro — como o de construção residencial.[63] Em um esforço para conciliar os cortes nas taxas de juro com uma estabilidade nos mercados de câmbio, o Banco da Inglaterra e a British Exchange Equalisation Account (que começou a operar em julho de 1932) promoveram uma intervenção para assegurar que a desvalorização da libra se fizesse de maneira controlada.[64] Um programa de reflação macroeconômica sob coordenação internacional teria obtido resultados ainda melhores — se todos os países tivessem assumido o compromisso de reduzir suas taxas de juro e expandir seus meios de pagamentos, eles poderiam ter estimulado suas economias com maior eficácia, além de estar em condições de fazê-lo sem desestabilizar suas taxas

[62] Não se pode rejeitar a hipótese de não haver diferenças entre as variâncias na taxa de câmbio franco-libra no terceiro período retratado no gráfico (setembro 1931-agosto 1936) em comparação com o segundo período (janeiro 1927-agosto 1931). As diferenças no comportamento das outras três taxas de câmbio mostradas nos gráficos 3.5 a 3.7 são mais evidentes, mas é também verdadeiro para a taxa de câmbio coroa-libra que não se pode rejeitar a hipótese de que as variâncias sejam estatisticamente iguais.

[63] Matti Viren (1994) mostra que a *taxa de redesconto do banco central* teve um poderoso efeito sobre as taxas real e nominal, as quais claramente predominaram sobre os efeitos de outros determinantes macroeconômicos das taxas de juro.

[64] A Conta de Equalização Cambial foi inicialmente autorizada a emitir 150 milhões de libras em notas do Tesouro, que ele utilizou para comprar ouro. Subseqüentemente, a instituição empregou essas reservas para intervir no mercado de câmbio para atenuar o que considerava como flutuações excessivas na taxa de câmbio. Para obter mais detalhes, ver Howson (1980).

de câmbio. Quando os Estados Unidos expandiram sua base monetária, como haviam feito em 1932, o dólar sofreu uma desvalorização, mas se a França tivesse agido simultaneamente da mesma maneira, o dólar teria registrado uma valorização. O padrão ouro e a reflação poderiam ter coexistido. Porém, não foi possível articular medidas reflacionárias sob coordenação internacional. Estados Unidos, França e Grã-Bretanha não conseguiram chegar a um consenso em torno de uma ação conjunta. Em particular, os esforços desses países em chegar a um acordo durante a Conferência Econômica de Londres, em 1933, não produziram nenhum resultado. Os franceses, preocupados com a inflação da década de 20, rejeitaram a reflação monetária, considerando-a uma fonte de excessos especulativos e instabilidade econômica — ou seja, encarando-a mais como parte do problema do que de sua solução. Os britânicos recusaram-se a vincular suas políticas às de um parceiro estrangeiro, cujas intenções viam com desconfiança. Os Estados Unidos recusaram-se a esperar.

Por essa razão, as medidas reflacionárias adotadas na década de 30 foram decididas unilateralmente. Inevitavelmente, elas envolviam a desvalorização da moeda. Disso resultava um aumento na competitividade dos produtos domésticos, estimulando a demanda por eles e estimulando as exportações líquidas. A melhoria na competitividade do país em questão era, evidentemente, a contrapartida da deterioração na competitividade de seus parceiros comerciais. Isso levou alguns analistas a se referirem pejorativamente à depreciação da moeda como uma desvalorização "empobreça-o-próximo" [beggar-thy-neighbor-devaluation. Mas o fato de que essas desvalorizações eram feitas em interesse próprio não deve obscurecer sua eficácia. A cronologia da desvalorização explica em grande medida o progresso da recuperação. O fato de a desvalorização da libra esterlina ter sido iniciada cedo ajuda a explicar o fato de a recuperação da Grã-Bretanha ter começado já em 1931. A recuperação da economia norte-americana coincidiu com a desvalorização do dólar em 1933. A recuperação tardia da França deveu-se, claramente, ao fato de o país não ter se disposto a promover a desvalorização até 1936. A desvalorização e a recuperação revelaram-se interligadas por um mecanismo direto. Os países que permitiram a desvalorização de suas moedas expandiram suas bases monetárias. A desvalorização eliminou o imperativo do corte de gastos governamentais e do aumento nos impostos para defender a taxa de câmbio. Ela levantou as restrições que impediam os países de estabilizar seus sistemas bancários.[65]

[65] Dados evidenciando essas relações foram relatados por Eichengreen e Sachs (1985). Campa (1990) e Eichengreen (1988) mostram que as mesmas relações são válidas para a América Latina e Australásia.

Portanto, a desvalorização da moeda na década de 30 foi parte da solução para a Depressão, e não do problema. A desvalorização teria exercido efeitos mais vigorosos se a decisão de abandonar o padrão ouro tivesse provocado a adoção de políticas mais expansionistas. Se os bancos centrais tivessem iniciado programas agressivos de operações expansionistas de mercado aberto, o problema da demanda agregada inadequada teria sido eliminado mais rapidamente. O crescimento na demanda por dinheiro que acompanhou a recuperação poderia ter sido satisfeito por uma expansão do crédito doméstico, em vez de exigir importação adicional de ouro e capital do exterior. Isso teria reduzido as perdas de ouro sofridas por países que continuaram aderindo ao ouro, atenuando os efeitos da assim chamada *desvalorização "empobreça-o-próximo"*.

Entretanto, como fossem muito grandes os temores de inflação, mesmo em meio à recessão, as iniciativas monetárias expansionistas foram tímidas. Os países que desvalorizaram suas moedas e redirecionaram a demanda para os produtos nacionais satisfizeram suas crescentes necessidades de dinheiro e crédito através do reforço de seus balanços de pagamentos e da importação de capital e reservas do exterior. O crescimento nas reservas desses países teve como contrapartida quedas nas reservas dos países que mantinham sua adesão ao padrão ouro. Mas o problema não estava no fato de se praticar a desvalorização; a dificuldade estava em que a prática não foi mais disseminada, e no fato de que não provocou a adoção de políticas monetárias ainda mais expansionistas. O abandono do padrão ouro permitiu que os países reconquistassem sua independência política. E ao usar parte dessa independência na formulação de políticas que incorporavam ações contra tendências dos mercados monetários, esses países tiveram condições de fazê-lo sem permitir que os mercados de câmbio mergulhassem no caos.

Se essa flutuação administrada combinou um pouco de estabilidade cambial com autonomia em política monetária, por que, então, ela não se constituiu em modelo para o sistema monetário internacional depois da Segunda Guerra Mundial? Em larga medida, os analistas do pós-guerra enxergaram a flutuação administrada da década de 30 influenciados pelas lembranças da livre flutuação não tão satisfatória da década de 20. A experiência passada continuou a moldar — distorcer, diriam alguns — as percepções contemporâneas do regime monetário internacional. Outra objeção era de que a flutuação administrada resultava em protecionismo. A desvalorização promovida pelo Reino Unido e pelos Estados Unidos levou a França e a Bélgica a elevar suas tarifas e reduzir suas quotas de importação, numa tentativa de defender suas moedas supervalorizadas. Os formuladores de política não se

opunham simplesmente à volatilidade nas taxas de câmbio no curto prazo por se constituírem em uma fonte de incerteza, mas também às oscilações previsíveis das taxas de câmbio no médio prazo, que alimentavam pressões protecionistas.[66]

Em 1936, com a aproximação da rodada final de desvalorizações, França, Estados Unidos e Reino Unido negociaram o Acordo Tripartite. A França comprometeu-se a limitar a desvalorização do franco em troca do compromisso dos Estados Unidos e da Grã-Bretanha de responder a uma desvalorização com outra. O acordo obrigava os signatários a suprimir as quotas de importação e a trabalhar pela reconstrução do sistema de comércio multilateral. Apesar de o conflito comercial não ser diretamente responsável pela ameaça de guerra que toldava os céus da Europa, flutuações nas taxas de câmbio que geravam conflitos comerciais não contribuíam para fomentar a cooperação entre os países que compartilhavam um interesse em conter as ambições expansionistas da Alemanha. Quando, durante e após a Segunda Guerra Mundial, os Estados Unidos lideraram os esforços de reconstrução do sistema monetário internacional, os norte-americanos buscaram estruturar arranjos que dessem estabilidade às taxas de câmbio com a finalidade específica de dar sustentação ao estabelecimento de um sistema de comércio durável.

Conclusões

O desenvolvimento do sistema monetário internacional entre as guerras pode ser compreendido em termos de três mudanças políticas e econômicas inter-relacionadas. A primeira foi a crescente tensão entre objetivos conflitantes de política econômica. Estabilidade da moeda e conversibilidade ao ouro eram prioridades inquestionáveis dos bancos centrais e dos Tesouros nacionais até a irrupção da Primeira Guerra Mundial. Nas décadas de 20 e 30, as coisas se passavam de modo diferente. Um conjunto de objetivos econômicos nacionais que poderiam ser alcançados através da utilização ativa de políticas monetárias adquiriu uma prioridade que não possuía no século XIX. A composição entre objetivos internos e externos começou a se impor. A defesa inflexível da estabilidade das taxas de câmbio que caracterizou a política dos bancos centrais antes da guerra tornou-se uma coisa do passado.

---

[66] No capítulo 5, desenvolvo um raciocínio similar no contexto da unificação monetária européia e do Programa do Mercado Único da União Européia. Nessa argumentação, sugiro que as oscilações nas taxas de câmbio podiam subverter os esforços para construir um mercado verdadeiramente integrado, assim como haviam comprometido o comércio internacional na década de 30.

Uma segunda mudança, relacionada à primeira, foi a natureza de Janos — o deus bifronte dos romanos — dos fluxos de capital internacionais. Esses fluxos eram parte da cola que ligava as economias dos diferentes países. Eles financiavam o comércio e os investimentos externos através dos quais essas economias se vinculavam. Quando as políticas monetárias tinham credibilidade, esses fluxos de capital aliviavam as pressões sobre os bancos centrais para que estes mantivessem temporariamente suas taxas de câmbio depreciadas. Mas a nova prioridade atribuída a objetivos internos significava que a credibilidade já não deveria ser considerada como algo assegurado. Na nova conjuntura do período do entreguerras, os movimentos de capital internacionais poderiam agravar em vez de aliviar as pressões sobre os bancos centrais.

O terceiro desdobramento que distinguiu os períodos anterior à Primeira Guerra e entre a Primeira e a Segunda Guerra mundiais foi o deslocamento do centro de gravidade do sistema internacional, que se distanciou do Reino Unido e aproximou-se dos Estados Unidos. Antes da Primeira Guerra Mundial, o sistema monetário internacional havia se ajustado ao sistema de comércio internacional como uma mão a uma luva. A Grã-Bretanha tinha sido a principal fonte tanto de capital financeiro como físico para as regiões do mundo de colonização recente; ela se constituíra no principal mercado para as exportações de "commodities" que geraram as divisas estrangeiras necessárias para arcar com o pagamento do serviço dos empréstimos contraídos no exterior. No período entre as guerras, os Estados Unidos passaram à frente da Grã-Bretanha, assumindo a liderança nas esferas comercial e financeira. Mas as relações financeiras e comerciais dos Estados Unidos com o resto do mundo ainda não se ajustavam de uma forma que produzisse um sistema internacional harmonicamente funcional.

Por isso, quando, no pós-guerra, os planejadores voltaram a contemplar a reconstrução do sistema internacional, eles procuraram estabelecer uma estrutura capaz de acomodar as mudanças nessas condições. A solução para o problema não foi simples nem imediata.

4.
O SISTEMA DE BRETTON WOODS

> Imaginar que exista algum mecanismo de ajuste automático e funcionamento perfeito que preserve o equilíbrio, bastando para isso que confiemos nas práticas do "laissez-faire" é uma fantasia doutrinária que desconsidera as lições da experiência histórica sem apoio em uma teoria sólida.
>
> *John Maynard Keynes*

Mesmo hoje, mais de três décadas após sua extinção, o sistema monetário internacional baseado nos acordos de Bretton Woods permanece um enigma. Para alguns, Bretton Woods foi um componente essencial da idade de ouro de crescimento no pós-guerra. O acordo proporcionou um grau de estabilidade admirável nas taxas de câmbio, quando comparado à volatilidade nos períodos precedente e subseqüente. O acordo acabou com os problemas nos pagamentos, permitindo a expansão sem precedentes no comércio e investimentos internacionais que alimentaram o crescimento explosivo no pós-guerra.

Outras opiniões sobre Bretton Woods são menos positivas. A facilidade dos ajustes, defendem alguns estudiosos, foi uma conseqüência, em vez de causa, do crescimento acelerado. E a noção de que Bretton Woods harmonizou a estabilidade das taxas de câmbio com a abertura dos mercados foi, em larga medida, uma ilusão. Os governos restringiram os movimentos de capital internacionais durante todos os anos em que vigorou o acordo. Os investimentos estrangeiros ocorreram apesar, e não por causa, das implicações de Brettton Woods na mobilidade do capital internacional.

O Sistema de Bretton Woods afastou-se em três aspectos fundamentais do padrão ouro-divisas. O câmbio fixo tornou-se ajustável, sujeito a condições específicas (a saber, a existência do que era conhecido como "desequilíbrio fundamental"). Aceitavam-se controles para limitar os fluxos de capital internacionais. E uma nova instituição, o Fundo Monetário Internacional, foi criada para monitorar as políticas econômicas nacionais e oferecer financiamento para equilibrar os balanços de pagamentos de países em situações de risco. Essas inovações tinham como alvo as principais preocupações que os

formuladores de política tinham herdado das décadas de 20 e 30. O câmbio ajustável era um instrumento para eliminar déficits no balanço de pagamentos — uma alternativa aos aumentos deflacionários nas taxas de redesconto dos bancos centrais, algo que se revelara tão doloroso no período do entreguerras. Os controles foram concebidos de maneira a evitar a ameaça em que se constituíam os fluxos de capital voláteis do tipo que se revelou desestabilizador nas duas décadas entre as guerras. E o FMI, dispondo de recursos financeiros, poderes de monitoração e uma cláusula da escassez de divisas, tinha condições de penalizar os governos responsáveis por políticas que desestabilizassem o sistema internacional e oferecer compensações aos países que fossem afetados negativamente.

Em princípio, esses três elementos do Sistema de Bretton Woods eram mutuamente complementares. Taxas de câmbio fixas mas ajustáveis eram factíveis somente porque os controles de capital protegiam os países que buscavam defender suas moedas contra os fluxos de capital desestabilizadores e asseguravam o espaço de manobra necessário para que os ajustes fossem feitos de modo ordenado. Os fundos do FMI eram recursos extras de defesa para os países empenhados em manter o câmbio fixo em face de pressões do mercado. E a monitoração do Fundo desencorajava o tipo de mudanças nas paridades e controles que poderiam resultar em aproveitamento indevido do sistema.

Na prática, infelizmente, os três elementos dessa tríade não funcionaram de modo totalmente harmonioso. O sistema de taxas ajustáveis revelou-se uma contradição em termos: mudanças na paridade, especialmente por parte dos países industrializados situados no centro do sistema, foram extraordinariamente raras. A monitoração do FMI revelou-se um leão desdentado. Os recursos do Fundo tornaram-se rapidamente muito pequenos diante do problema dos pagamentos no pós-guerra e a *cláusula de escassez de divisas*, concebida para punir os países cujas políticas ameaçassem a estabilidade do sistema, nunca foi aplicada.

Os controles de capital constituíram-se no único elemento que funcionou mais ou menos segundo planejado. Hoje, com sua visão influenciada pelo alto grau de interdependência dos mercados financeiros do final do século XX, os analistas mostram-se céticos em relação à viabilidade de implementação de tais medidas. Mas a conjuntura era outra no quarto de século posterior à Segunda Guerra Mundial. Este foi um período em que os governos fizeram abrangentes intervenções em suas economias e em seus sistemas financeiros. Havia limites às taxas de juro. Foram impostas restrições aos tipos de ativos nos quais os bancos podiam investir. Os governos regulavam

os mercados financeiros para canalizar o crédito para setores estratégicos. A necessidade de conseguir licenças de importação complicava os esforços para canalizar transações de capital através das contas correntes. Os controles foram capazes de conter a enxurrada porque não eram apenas um só obstáculo na corredeira. Ao contrário, os controles eram parte de uma série de comportas e barragens com a ajuda das quais as águas turbulentas foram domadas.

A eficácia dos controles não deve ser exagerada. Eles foram mais eficazes nas décadas de 40 e 50 do que posteriormente. Como sugere a analogia com a água de enxurradas, o relaxamento da regulação doméstica e as restrições impostas às contas correntes enfraqueceram seus efeitos. Com a volta à conversibilidade nas contas correntes, em 1959, tornou-se mais fácil super e subfaturar importações e exportações e recorrer a outras formas de canalizar transações de capital através das contas correntes. Mas aqueles que avaliam como de menor importância a eficácia dos controles de capital durante os anos dos acordos de Bretton Woods desconsideram o fato de que os governos estavam permanentemente testando seus limites. As necessidades de reconstrução no pós-guerra eram imensas. Os objetivos de reduzir o desemprego e estimular o crescimento implicavam em fazer a economia funcionar sob elevadas pressões de demanda. Os governos levavam ao limite as conseqüências para o balanço de pagamentos, colocando os controles perto de um limite de ruptura.

De fato, na década de 50, antes de o Sistema de Bretton Woods entrar em pleno funcionamento, os países que registravam persistentes déficits em seus balanços de pagamentos e quedas nas reservas tornaram mais rigorosos não apenas os controles de capital como também restrições cambiais e exigências de obtenção de licenças de importação, ou, pelo menos, diminuíram a velocidade do relaxamento dessas restrições, com o objetivo de fortalecer a balança comercial. Essas restrições sobre as transações em conta corrente não teriam sido eficazes sem a simultânea manutenção dos controles de capital.

A manutenção de controles foi essencial por causa da inexistência de um mecanismo convencional de ajuste. O compromisso em defesa do pleno emprego e crescimento que fazia parte do contrato social no pós-guerra inibiu a adoção de políticas de redução de gastos. As políticas deflacionárias dos bancos centrais, que haviam corrigido os déficits no balanço de pagamentos no cenário do padrão ouro, já não eram mais politicamente aceitáveis. O Fundo Monetário Internacional não tinha poder para influenciar as políticas nacionais e não dispunha dos recursos para financiar os desequilíbrios resultantes nos balanços de pagamentos. Permitindo que os países promovessem mudanças em suas taxas de câmbio apenas em caso de um desequilíbrio fundamental impedir-lhes de adotar *políticas de compensação de gastos* para

se antecipar aos problemas. A taxa de câmbio podia ser modificada apenas em meio a um clima de crise; por isso, com o objetivo de evitar o surgimento de condições geradoras de crises, as autoridades não podiam sequer contemplar essa possibilidade. Nas palavras de William Scammell, "ao tentar estabelecer uma composição entre o padrão ouro e o câmbio fixo por um lado, e o câmbio flexível por outro, os planejadores de Bretton Woods chegaram a uma condição que [...] não [era] absolutamente um verdadeiro sistema de ajuste".[1]

Os controles de câmbio preencheram a lacuna dos mecanismos de ajuste, estrangulando a demanda por produtos importados quando a restrição externa começava a se fazer sentir. Mas, a partir de 1959, com a restauração da conversibilidade das contas correntes, esse instrumento já não estava mais disponível.[2] Os controles sobre as transações na *conta de capital* permaneceram, mas a aplicação dos mesmos não assegurou a possibilidade de ajustamento; ela apenas protelou o dia do juízo. Com a inexistência de um mecanismo de ajuste, o colapso do sistema monetário internacional baseado nos acordos de Bretton Woods tornou-se inevitável. O surpreendente é que ele tenha sobrevivido por tanto tempo.

O PLANEJAMENTO DURANTE A GUERRA E SUAS CONSEQÜÊNCIAS

O planejamento da ordem monetária internacional do pós-guerra começara a se desenvolver a partir de 1940 no Reino Unido e de 1941 nos Estados Unidos.[3] Nos termos da Carta do Atlântico de agosto de 1941 e do Acordo de Ajuda Mútua de fevereiro de 1942, os britânicos assumiram o compromisso de restaurar a conversibilidade da libra na conta corrente e aceitaram o princípio da não-discriminação comercial em troca das promessas americanas de oferecer ajuda financeira em termos favoráveis e de respeitar a prioridade que os britânicos atribuíam ao pleno emprego. Estavam empenhados na tentativa de compatibilizar esses objetivos John Maynard Keynes, naquele momento já o grande nome da teoria econômica e consultor não-remunerado do ministro das Finanças britânico, e Harry Dexter White, um ex-acadêmico impetuoso e truculento e economista do Tesouro norte-americano.[4] Os planos rivais de Keynes e de White foram progressivamente refinados ao longo de uma série de modificações. As versões finais, publicadas em 1943, formaram a base da Declaração Conjunta dos especialistas britânicos e norte-americanos e dos Artigos de Acordo do Fundo Monetário Internacional.

A diferença entre os planos de Keynes e de White estava nas obrigações que eles impunham aos países credores na flexibilidade das taxas de câmbio e na mobilidade do capital por eles admitidas. O Plano Keynes teria permitido aos países modificar suas taxas de câmbio e adotar restrições cambiais e comerciais conforme necessário para compatibilizar o pleno emprego com o equilíbrio no balanço de pagamentos. O Plano White, em contraste, previa um mundo livre de controles e de paridades fixas sob a supervisão de uma instituição internacional com poder de veto sobre mudanças nessas paridades. Para impedir que políticas deflacionárias estrangeiras obrigassem os países a importar desemprego, a Clearing Union de Keynes previa um grande volume de recursos para o financiamento do balanço de pagamentos (sujeito a condições de crescente rigor e taxas de juro punitivas) e substancial flexibilidade no câmbio. Se os Estados Unidos registrassem persistentes superávits em seu balanço de pagamentos, como ocorrera na década de 30, ficariam obrigados a financiar a totalidade dos direitos de saque dos outros países, o que totalizaria US$ 23 bilhões segundo o plano de Keynes.

Previsivelmente, os norte-americanos se opuseram à Clearing Union, que constava da proposta de Keynes, por "envolver obrigações ilimitadas para os credores em potencial".[5] O Congresso, insistiram os negociadores norte-americanos, não assinaria um cheque em branco. Por essa razão, o Plano White limitou os direitos totais de saque a um teto muito mais baixo, de US$ 5 bilhões, e a obrigação dos norte-americanos a US$ 2 bilhões.

A Declaração Conjunta e os Artigos de Acordo incorporavam uma postura de concessão mútua, uma composição que refletia a assimetria no poder

---

[1] Scammell (1975), pp. 81-2.

[2] De fato, alguns países impuseram controles moderados: o Reino Unido, por exemplo, eliminou os controles de câmbio sobre não-residentes, conforme exigido pelo artigo VIII dos Artigos de Acordo do FMI, mas manteve alguns controles sobre as transações financeiras internacionais envolvendo residentes. De qualquer forma, a margem para a imposição dessas restrições para fins de balanço de pagamentos foi bastante reduzida.

[3] O fracasso da Conferência de Gênova, realizada três anos após o fim da Primeira Guerra Mundial, e o funcionamento insatisfatório do sistema monetário internacional na década de 20 lembraram os governos norte-americano e britânico da necessidade de não descuidar do planejamento. A melhor análise das negociações durante a guerra continua sendo a de Gardner (1969).

[4] Este é o Harry D. White cujas pesquisas sobre o balanço de pagamentos francês no século XIX são apresentadas no capítulo 2.

[5] Ver Harrod (1952), p. 3. Há uma analogia com a situação na Europa na década de 70. Em 1978, quando a criação do Sistema Monetário Europeu estava em discussão, o Bundesbank mostrava-se, da mesma forma, relutante em concordar com um sistema que o obrigava a dar ajuda ilimitada a países de moedas fracas. Ver capítulo 5.

de barganha dos britânicos e norte-americanos. Foram estabelecidas quotas de US$ 8,8 bilhões — um valor mais próximo dos US$ 5 bilhões previstos pelo Plano White do que dos US$ 26 bilhões propostos no Plano Keynes.[6] A obrigação máxima dos norte-americanos seria de US$ 2,75 bilhões, muito mais próxima dos US$ 2 bilhões de White do que dos US$ 23 bilhões de Keynes.[7]

Quanto menos generoso o financiamento, maior a necessidade de flexibilidade nas taxas de câmbio. E assim, as propostas americanas em defesa de paridades fixas foram descartadas. O compromisso entre a insistência norte-americana em que as paridades permanecessem fixas e a pressão britânica para que elas fossem ajustáveis foi, previsivelmente, o "câmbio ajustável". O artigo XX do acordo exigia que os países fixassem valores ao par entre suas moedas expressos em ouro ou em uma moeda conversível em ouro (o que, na prática, significava o dólar) e mantivessem suas taxas de câmbio dentro de uma banda de 1% em torno daqueles patamares. Os valores de paridade poderiam ser alterados em até 10% para corrigir um eventual "desequilíbrio fundamental" após consultas com o Fundo, embora sem sua aprovação prévia, e em margens mais amplas com a aprovação de três quartos dos países do Fundo com direito a voto. O significado da expressão crítica "desequilíbrio fundamental" ficou indefinido. Ou, nas palavras de Raymond Mikesell, nunca foi definido em menos de dez páginas.[8]

Além disso, os Artigos de Acordo permitiam a manutenção de controles sobre os movimentos de capital internacionais. Isso era contrário à concepção inicial de White de um mundo livre de controles sobre os fluxos comerciais e financeiros. Da mesma forma que a insistência dos norte-americanos na limitação do volume de financiamentos obrigou-os a ceder às exigências britânicas de flexibilidade cambial, ela os obrigou também a aceitar a manutenção dos controles de capital.

Por último, os britânicos obtiveram a aprovação da cláusula da escassez de divisas autorizando os controles sobre as importações de países que registrassem persistentes superávits em seus balanços de pagamentos e cujas moedas se tornassem escassas no âmbito do Fundo. Isso ocorreria se, por exemplo, os superávits acumulados pelos Estados Unidos chegassem a US$ 2 bilhões e sua contribuição para os recursos do Fundo fosse totalmente utilizada para financiar os déficits em dólar de outros países. Além disso, os britânicos obtiveram a concordância dos norte-americanos para que se observasse um período limitado no qual os controles sobre as transações correntes poderiam ser mantidos. Nos termos do artigo XIV, depois de três anos o FMI faria um relatório de avaliação dos controles praticados pelos diferentes países, e após cinco anos ele começaria a orientar os países membros sobre a adoção de políticas para facilitar a eliminação desses controles, tudo isso sob a ameaça implícita de que os países que realizassem progressos insuficientes poderiam ser solicitados a deixar o Fundo.

Em retrospecto, a crença em que esse sistema poderia funcionar foi extraordinariamente ingênua. As reduzidas quotas e direitos de saque referidos nos Artigos de Acordo tornaram-se pequeníssimos diante da escassez de dólares registrada antes de o FMI começar a funcionar, em 1947. A Europa do pós-guerra tinha imensas demandas insatisfeitas por produtos alimentícios, bens de capital e outras mercadorias produzidas nos Estados Unidos, e uma capacidade apenas limitada de produção de mercadorias para exportação. O déficit comercial europeu consolidado com o resto do mundo subiu para US$ 5,8 bilhões em 1946 e para US$ 7,5 bilhões em 1947. Reconhecendo esse fato, entre 1948 e 1951, um período parcialmente superposto ao dos primeiros quatro anos de funcionamento do FMI, os Estados Unidos proporcionaram cerca de US$ 13 bilhões em ajuda intergovernamental para financiar déficits europeus (no âmbito do Plano Marshall). Esse montante era superior a quatro vezes os direitos de saque estabelecidos em benefício da Europa e maior do que seis vezes a obrigação máxima assumida pelos norte-americanos nos termos dos Artigos de Acordo. No entanto, a despeito da ajuda ultrapassar em muito aquela contemplada pelos Artigos de Acordo, o sistema inicial de paridades cambiais revelou-se inviável. Em setembro de 1949, as moedas européias foram desvalorizadas em 30%, em média. E ainda assim revelou-se impossível eliminar os controles sobre as importações.

---

[6] Esse montante de US$ 26 bilhões é a soma dos US$ 3 bilhões de direitos de saque aos quais os Estados Unidos estariam habilitados nos termos do plano com os acima mencionados US$ 23 bilhões de outros países.

[7] As quotas eram, no entanto, sujeitas a uma reavaliação qüinqüenal nos termos das provisões dos Artigos de Acordo (artigo III, seção 2) e podiam ser aumentadas com a aprovação de países que detinham 80% do poder total de voto. White insistiu junto a Keynes (em uma carta datada de 24 de julho de 1943) que seria impossível obter apoio para mais de US$ 2 a US$ 3 bilhões de um Congresso isolacionista. Ver Keynes (1980), p. 336. Não havia certeza de que mesmo para aprovação dessa quantia poderia ser obtida uma ratificação do Congresso. O momento para a realização da Conferência de Bretton Woods foi determinado pelo desejo de completar os Artigos de Acordo antes das eleições para o Congresso em novembro de 1944, nas quais se esperava que os republicanos, isolacionistas, aumentassem sua bancada. A sede da conferência, o Hotel Mount Washington, em Bretton Woods, New Hampshire, foi escolhida em parte para conquistar o apoio do senador pelo estado, Charles Tobey, do Partido Republicano.

[8] Ver Mikesell (1994).

Como puderam os planejadores norte-americanos ter subestimado em tal medida a gravidade do problema? Não resta dúvida de que os Estados Unidos fizeram uma avaliação incorreta dos danos sofridos pelas economias européia e japonesa, e dos custos da reconstrução.[9] Esse erro foi reforçado pela fé dos planejadores norte-americanos no poder do comércio internacional de curar todas as feridas. Cordell Hull, por muito tempo secretário de Estado de Roosevelt, tinha feito da restauração de um sistema de comércio multilateral aberto uma prioridade norte-americana. Amplos vínculos comerciais, na visão de Hull, fariam crescer a interdependência entre as economias francesa e alemã, eliminando os conflitos políticos e diplomáticos e prevenindo que os dois países fossem novamente à guerra. O comércio seria o combustível da recuperação e proporcionaria à Europa as receitas em moeda forte necessárias para importar matérias-primas e bens de capital. Depois que um sistema de comércio aberto e multilateral fosse restabelecido, a Europa poderia, através de exportações, superar a escassez de dólares e resolver seus problemas de reconstrução no pós-guerra, o que permitiria a manutenção do sistema de conversibilidade das moedas.

A defesa do livre comércio pelo governo dos Estados Unidos tinha o apoio da indústria norte-americana, que considerava os mercados externos vitais para a prosperidade no pós-guerra e enxergava no sistema britânico de *preferência imperial* um obstáculo ao acesso dos norte-americanos aos mercados. A indústria bélica tinha registrado um crescimento explosivo no sul dos Estados Unidos e ao longo da costa do Pacífico; aqui, o crescimento de fábricas de aviões e de munições trouxe mais estados da federação norte-americana para o campo dos defensores do livre comércio.[10] Havia mais entusiasmo no Congresso norte-americano pelo impulso em favor do comércio resultante do Acordo de Bretton Woods do que por suas provisões monetárias abstrusas; sem a ênfase no livre comércio incluída nos Artigos de Acordo, é improvável que o Congresso tivesse concordado em ratificar o documento.

Assim, a restauração das relações de comércio abertas e multilaterais viria a ser o tônico que revigoraria o Sistema de Bretton Woods. Em sua totalidade, o acordo era orientado por esse objetivo. Nas palavras de um autor, "os

[9] Os europeus, mais próximos do problema, avaliaram a dimensão das dificuldades futuras que enfrentariam para honrar o pagamento pela ajuda. O FMI, por seu turno, registrou em seus dois primeiros relatórios a necessidade de promover ajustes cambiais.

[10] Frieden (1988) ressaltou que as instabilidades na economia européia que melhoraram a competitividade exportadora dos fabricantes norte-americanos também atuaram no sentido de convertê-los ao campo dos defensores do livre comércio.

norte-americanos atribuíam grande importância às provisões para o restabelecimento do comércio multilateral, acreditando que essa iniciativa se constituía na principal *raison d'être* do Fundo [Monetário Internacional], tão importante quanto suas funções estabilizadoras".[11] A insistência dos norte-americanos na adoção de um sistema de paridades fixas, cujas taxas sofreriam modificações substanciais apenas sob aprovação do FMI, pretendia evitar o tipo de instabilidade monetária internacional que prejudicaria a reconstrução do sistema de comércio. Além de negociar os Artigos de Acordo do FMI, os representantes presentes em Bretton Woods adotaram uma série de recomendações, inclusive uma proposta de criação de uma organização irmã que ficaria encarregada de remover as barreiras tarifárias, da mesma forma que o FMI iria supervisionar a eliminação dos obstáculos monetários ao comércio. O artigo VIII proibia os países de limitar os pagamentos da conta corrente sem a aprovação do Fundo. As moedas passariam a ser conversíveis a taxas oficiais e nenhum país-membro deveria adotar arranjos monetários discriminatórios. O artigo XIV instruía os países a eliminar restrições monetárias significativas ao comércio no prazo de cinco anos a partir da data em que o Fundo iniciou suas operações.

Jamais saberemos se a rápida remoção dos controles sobre as transações em conta corrente teria dado um impulso às exportações européias suficiente para pôr fim à escassez de dólares. Pois em vez de eliminá-los, os países da Europa ocidental conservaram as barreiras vigentes durante a guerra — e, em alguns casos, chegaram a adotar novas restrições. Na Europa oriental, os controles cambiais foram usados para eliminar brechas legais que teriam prejudicado o comércio entre as nações. Os países da América Latina valeram-se de diferentes taxas de câmbio para promover sua industrialização baseada na substituição de importações. Embora alguns países registrassem lentos progressos na remoção dos obstáculos monetários ao comércio, outros foram obrigados a recuar. De modo geral, registrou-se um movimento no sentido de uma liberalização, mas o período transicional de cinco anos foi dilatado para mais que o dobro do planejado.

Há diversas explicações para o fato de a liberalização não ter ocorrido com a velocidade prevista. A implementação de um sistema de comércio mais liberal teria exigido que os países europeus promovessem um grande aumento em suas exportações, o que, por sua vez, teria implicado uma sensível desvalorização nas taxas de câmbio para tornar seus produtos internacionalmen-

[11] Scammell (1975), p. 115.

te mais competitivos. Os governos resistiam à liberalização do comércio sob a justificativa de que ela provocaria uma deterioração nos termos de troca e queda nos padrões de vida. As barreiras à importação funcionavam como as tarifa alfandegárias; elas melhoravam os termos de troca em favor da Europa em detrimento dos Estados Unidos. A grave deterioração dos termos de troca e a queda nos padrões de vida ameaçavam provocar protestos de trabalhadores e perturbar o processo de recuperação.[12] O FMI estava consciente de que as paridades cambiais propostas em 1945-46 implicavam que as moedas estariam supervalorizadas caso fossem levantadas as restrições às importações. Embora durante a guerra a inflação tivesse avançado muito mais rapidamente na Europa do que nos Estados Unidos, cerca de metade das moedas registrava cotações tão elevadas em relação ao dólar norte-americano quanto em 1939.[13] Em vez de se opor, o Fundo cedeu aos argumentos dos europeus de que as elevadas taxas de câmbio eram necessárias por razões políticas domésticas.[14]

As barreiras comerciais poderiam ser removidas sem criar déficits insustentáveis ou exigir grandes desvalorizações nas moedas se fossem feitos cortes nos gastos governamentais e a demanda fosse reduzida. Se, no pós-guerra, os governos não tivessem dado prioridade à manutenção dos investimentos, as limitações externas não teriam pesado tão agudamente.[15] Mais uma vez, a política doméstica se constituía em obstáculo à ação. Enquanto os norte-americanos viam o comércio como o motor do crescimento, os europeus acreditavam que a chave estaria nos investimentos. E cortes nos investimentos, além de tornar mais demorada a recuperação e o crescimento, seriam vistos pelos trabalhadores europeus como a negação do compromisso em relação ao pleno emprego.

Acima de tudo, os esforços pela liberalização do comércio defrontaram-se com um problema de coordenação: a necessidade de os países europeus agirem simultaneamente. Os países poderiam importar mais apenas se exportassem mais, mas isso seria possível somente se outros países também suspendessem suas barreiras comerciais. A Organização Internacional do Comércio (OIC) fora idealizada como uma instituição capaz de cortar esse nó górdio através da coordenação da redução simultânea de tarifas e quotas. Por essa razão, foi um golpe devastador o fato de os Estados Unidos não ratificarem a Carta de Havana (o acordo visando instituir a OIC, assinado pelos 56 países participantes da Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Emprego, realizada na capital cubana). A duras penas, obteve-se um acordo resultante de pressões, de um lado, dos protecionistas que se opunham ao avanço liberalizante e, de outro, dos perfeccionistas, que criticavam a miríade de exceções ao livre comércio admitidas aos países que procuravam atingir o pleno emprego, acelerar seu desenvolvimento econômico ou estabilizar os preços das exportações de "commodities".[16] Apanhada nesse fogo cruzado, a administração Truman decidiu não reapresentar a Carta para aprovação pelo Congresso norte-americano em 1950.[17]

Sob essas pressões conflitantes, o Acordo Geral sobre Tarifas e Comércio (GATT) alcançou limitados progressos em seus primeiros anos.[18] A primeira rodada do GATT, em Genebra em 1947, levou os Estados Unidos a fazerem cortes de mais ou menos um terço em suas tarifas, mas as outras 22 partes contratantes fizeram concessões mínimas. A segunda rodada, realizada em Annecy em 1949, não envolveu novas concessões por parte dos 23 membros fundadores. A terceira rodada (em Torquay, em 1950-51) foi um fracasso, pois os participantes concordaram com apenas 144 dos 400 artigos que esperavam negociar. O status ambíguo do GATT limitou as possibilidades de uma ação coordenada com o FMI, complicando os esforços de negociar concessões tarifárias em troca da eliminação dos controles de câmbio. O FMI, por seu turno, não considerava sua função articular concessões recíprocas.

Assim, o tipo de externalidades em rede a que nos referimos no Prefácio a este livro e destacadas na análise do padrão ouro clássico apresentada no capítulo 2 impediu uma transição rápida para a conversibilidade da conta

---

[12] Sigo esta linha de argumentação em meu livro de 1993. Por vezes, o raciocínio é expresso de outra forma: a saber, em termos de que as substanciais desvalorizações que teriam sido necessárias em virtude da eliminação dos controles não teriam funcionado porque os preços mais altos dos produtos importados teriam provocado inflação salarial (ver Scammell [1975], p. 142 e *passim*). Mas o argumento é essencialmente o mesmo — de que os trabalhadores não teriam aceitado substanciais reduções nos padrões de vida implícitos em uma desvalorização real.

[13] Este argumento foi sustentado na época; ver, por exemplo, Metzler (1947).

[14] O Fundo, porém, defendeu a desvalorização em 1948-49.

[15] Esta é a conclusão de Milward (1984).

[16] A autópsia definitiva da Carta de Havana foi feita por Diebold (1952).

[17] Em certo sentido, o estatuto da OIC foi também uma vítima da Guerra Fria. Depois da irrupção do conflito com os soviéticos, o Plano Marshall (cujo segundo projeto de apropriação de recursos estava sendo apreciado pelo Congresso) e a OTAN passaram a ser considerados como de maior importância.

[18] Para obter maiores detalhes, ver Irwin (1995).

corrente. Enquanto outros países mantinham a não-conversibilidade de suas moedas, fazia sentido para cada país, individualmente, fazer o mesmo, apesar de que, no conjunto, todos os países teriam se beneficiado caso tivessem adotado simultaneamente a conversibilidade. Os planejadores que conceberam o Acordo de Bretton Woods tinham procurado romper esse impasse especificando um cronograma para a restauração da conversibilidade e mediante a criação de uma instituição, o FMI, para supervisionar o processo. O curso dos eventos mostrou que as medidas fixadas em Bretton Woods foram inadequadas.

Por fim, os países industrializados criaram a União Européia de Pagamentos para coordenar a eliminação das restrições às contas correntes. Entrementes, eles passaram por uma série de dificuldades, especialmente a Grã-Bretanha, com sua crise de conversibilidade em 1947 e as desvalorizações em 1949.

A CRISE DA LIBRA ESTERLINA E O REALINHAMENTO DAS MOEDAS EUROPÉIAS

A impossibilidade de um país restaurar a conversibilidade sem a cooperação dos outros foi exemplificada pela tentativa da Grã-Bretanha em fazê-lo em 1947. A inflação não tinha avançado tão rapidamente na Grã-Bretanha como no continente europeu, e não havia evidências de que a libra estivesse com um câmbio supervalorizado em termos de paridade do poder de compra.[19] Além disso, a destruição da infra-estrutura e da capacidade industrial britânicas pela guerra não foram tão grandes quanto em muitos países europeus. Mas, enquanto outros países da Europa mantivessem tarifas elevadas e restrições quantitativas, a margem para aumentar as exportações era limitada. O país descobriu-se incapaz de penetrar suficientemente em outros mercados europeus para gerar as receitas de exportações necessárias para dar sustentação a uma moeda conversível.[20]

A tentativa da Grã-Bretanha de restaurar a conversibilidade resultou ainda mais complicada por sua delicada condição financeira. O país tinha emergido da Segunda Guerra Mundial com um excesso de dinheiro em circulação (a oferta monetária havia triplicado entre 1938 e 1947, mas o PIB nominal tinha apenas dobrado, refletindo o emprego de controles de preços para conter a inflação). Os estoques de ouro e dólares em mãos privadas e do governo tinham caído para a metade. Os ativos externos foram requisitados e os controles sobre os investimentos externos impediram que os residentes britânicos os substituíssem. Entre 1939 e 1945 a Commonwealth e o Império tinham acumulado saldos em libras em troca do fornecimento de produtos alimentícios e matérias-primas para a máquina de guerra britânica. Ao final dos combates, os saldos em libras no exterior passavam de 3,5 bilhões, ou seja, um terço do PIB do Reino Unido. As reservas britânicas de ouro e em divisas estrangeiras eram de apenas meio bilhão de libras.

[19] Novamente, essa foi a conclusão de Metzler (1947).

[20] A reação do Reino Unido foi fomentar relações comerciais mais próximas com sua Commonwealth e seu Império (como relatado em Schenk [1994]). Isso, porém, não sanou sua defasagem em dólar.

Se os portadores de libras no exterior tentassem reequilibrar seus portfólios ou adquirir mercadorias na área do dólar, isso provocaria vendas em massa de ativos denominados em libras. Evitando alternativas radicais, como a conversão forçada de saldos em libras em papéis não negociáveis, o governo britânico procurou limitar a conversibilidade do dólar às libras obtidas em transações correntes, bloqueando os saldos existentes através de diversos acordos bilaterais. Mas era difícil saber com exatidão o montante de libras esterlinas obtidas a partir daquele momento, e eram grandes as vantagens conseguidas driblando as restrições.

Em vista das circunstâncias, a decisão de restabelecer a conversibilidade em 1947 foi o cúmulo da irresponsabilidade. Isso foi uma decisão norte-americana, e não britânica. Em 1946, os Estados Unidos concederam à Grã-Bretanha empréstimos de US$ 3,75 bilhões sob a condição de que esta concordasse em restabelecer a conversibilidade de sua conta corrente no prazo de um ano após a aprovação do empréstimo.[21] O Reino Unido, extremamente debilitado, não teve escolha. A conversibilidade foi restabelecida em 15 de julho de 1947, quase cinco anos antes do fim do prazo estabelecido pelo Acordo de Bretton Woods.[22] Com exceção de alguns saldos acumulados anteriormente, a libra passou a ser conversível em dólares e em outras moedas ao câmbio oficial de US$ 4,03.

As seis semanas de conversibilidade foram um desastre. As quedas nas

[21] Outros US$ 540 milhões destinavam-se à cobertura de produtos cobertos pelo Ato de Empréstimo e Arrendamento (Lend Lease Act) já aprovados.

[22] Em verdade, a conversibilidade foi reintroduzida gradualmente. Ao se aproximar o início do ano, as autoridades britânicas suplementaram seus acordos de compensação bilaterais assinados com outros países com um sistema de contas transferíveis. Os residentes nos países signatários tinham autorização para transferir libras esterlinas entre eles, assim como para a Grã-Bretanha, para utilização em transações correntes. Em fevereiro, essas provisões passaram a incluir as transferências para residentes na área do dólar. Em troca, os países signatários do acordo tinham de concordar em aceitar, sem limites, libras de outros signatários, e em continuar a restringir as transferências de capital. Ver Mikesell (1954).

reservas foram enormes. O governo, vendo suas reservas aproximando-se do esgotamento, suspendeu a conversibilidade em 20 de agosto com o consentimento norte-americano. Um empréstimo que tinha sido concebido para durar até o final da década foi consumido em questão de semanas.

A insistência norte-americana em que fosse logo retomada a conversibilidade foi motivada pela ansiedade de Washington em relação à preferência imperial. A conversibilidade era a maneira óbvia de assegurar aos exportadores norte-americanos condições competitivas justas. Além disso, as autoridades econômicas norte-americanas viam o restabelecimento da conversibilidade pela Grã-Bretanha como um passo importante no sentido da criação de um sistema aberto de comércio multilateral.

Depois do dólar, a libra era a mais importante moeda de reserva e negócios. Era mais provável que outros países restabelecessem a conversibilidade se seus saldos em libras esterlinas fossem conversíveis e servissem como reservas internacionais. Mas, assim como tinham feito ao especificar as quotas e direitos de saque insuficientes nos Artigos de Acordo, as autoridades norte-americanas subestimaram a dificuldade da tarefa.

A crise da libra em 1947 abriu os olhos dos americanos. Os Estados Unidos deixaram de se mostrar tão insistentes em antecipar o restabelecimento da conversibilidade; daí em diante, os norte-americanos concordaram com as políticas européias de alongamento da transição. Reconhecendo a gravidade do problema europeu, os Estados Unidos aceitaram uma pequena discriminação contra as exportações norte-americanas. E em seguida os norte-americanos vieram com o Plano Marshall. Um esquema de ajuda vinha sendo discutido em Washington, antes da tentativa abortada do restabelecimento da conversibilidade pela Grã-Bretanha, e o discurso do general George Marshall em Harvard, anunciando seu plano, antecedeu em mais de um mês a data final de 15 de julho fixada para o restabelecimento da conversibilidade da libra. Mas a ajuda do Plano Marshall não tinha sido aprovada pelo Congresso — a crise da libra, ao evidenciar a condição debilitada das economias européias, comprometeu os argumentos de seus oponentes.

Montantes substanciais de ajuda prevista no Plano Marshall foram finalmente transferidos no segundo semestre de 1948. Até então, a posição da Grã-Bretanha continuou frágil. E os problemas não se limitavam, absolutamente, às Ilhas Britânicas. Fugas de capital ocorriam na França, Itália e Alemanha; em cada um desses países, a situação política permanecia instável. A França registrava persistentes déficits em dólares, consumindo suas reservas e obrigando a desvalorização da moeda francesa de 119 para 214 francos em relação a um dólar no início de 1948. Embora o comércio com a maioria dos

países europeus se fizesse a esse câmbio, metade das receitas das exportações para a área do dólar podia ser vendida à taxa oficial e a outra metade ao câmbio vigente nos mercados paralelos. Tendo em vista que no câmbio livre o dólar estava cotado em mais de 300 francos, a taxa de câmbio para transações com os Estados Unidos era, de fato, de 264 francos. Tornar o dólar mais caro visava estimular as exportações para os Estados Unidos e desestimular as importações com o objetivo de renovar as reservas francesas em dólar. Essa política, porém, produzia ineficiências e desvantagens para outros países; por exemplo, passava a ser vantajoso para os britânicos exportar para os Estados Unidos através de outros países. Essas diferentes taxas de câmbio discriminatórias eram exatamente do tipo censurado pelos planejadores que conceberam o Acordo de Bretton Woods. Passando por cima das objeções do diretor executivo francês, que discordou de que os Artigos de Acordo assegurassem um fundamento legal para a medida, o FMI declarou, então, que a França não tinha direito a utilizar os recursos do Fundo. Humildemente, o governo francês foi obrigado a promover uma nova desvalorização e unificar o câmbio a 264 francos por dólar.

Por fim, o socorro prestado através do Plano Marshall aliviou as dificuldades enfrentadas pelos beneficiários da ajuda. Os Estados Unidos sugeriram aos governos europeus que propusessem um esquema para repartir a ajuda entre eles; isso foi feito com base num consenso em torno das previsões de seus déficits em dólares. Esperava-se que os US$ 13 bilhões fornecidos pelos Estados Unidos ao longo dos quatro anos seguintes seriam suficientes para financiar os déficits em dólares que os países beneficiários registrariam quando concluíssem sua reconstrução e fizessem os preparativos finais para a conversibilidade.[23]

As esperanças de que o comércio com a área do dólar retornasse rapidamente ao equilíbrio foram enterradas pela recessão de 1948-49 nos Estados Unidos. A recessão deprimiu a demanda norte-americana por produtos europeus, provocando um alargamento no desnível cambial em relação ao dólar. Embora a recessão fosse temporária, seu impacto sobre as reservas européias não foi transitório. O que os Estados Unidos davam com uma mão, tiravam com a outra.

---

[23] Visando impedir os países favorecidos de obter um "benefício dobrado" e assim afrouxar o controle financeiro de Washington, os Estados Unidos fizeram com que a concessão de ajuda através do Plano Marshall ficasse vinculada à concordância do FMI em não conceder créditos aos governos beneficiários.

A recessão gerou o impulso imediato para as desvalorizações em 1949. Por mais atraentes que fossem as vantagens nos termos de troca associadas à supervalorização das moedas e aos controles sobre as importações, havia limites à sua viabilidade. A Segunda Guerra Mundial tinha alterado as taxas de câmbio de equilíbrio, assim como havia ocorrido por ocasião da Primeira Guerra.[24] Isso ficou evidente quando as importações norte-americanas da área da libra esterlina caíram para a metade entre o primeiro e terceiro trimestres de 1949. A área da libra, que produzia as matérias-primas que constituíam a maior parte das importações norte-americanas, e não o próprio Reino Unido, sentiu o impacto da deterioração. Mas os residentes em outros países da área da libra procuraram manter o nível habitual de importações da área do dólar recorrendo à conversão de seus saldos de libras em dólares. Os controles restringiam, porém não eliminavam, essa possibilidade. À medida que suas reservas escasseavam, a Grã-Bretanha apertou ainda mais seus controles e fez com que outros países da Commonwealth adotassem a mesma política. Mesmo assim, a fuga de ouro e dólares continuou. Entre julho e meados de setembro, as perdas ultrapassaram os US$ 300 milhões. A desvalorização veio em 18 de setembro.

Após esse episódio, foi abandonada a crença de que a desvalorização de uma moeda importante poderia ser uma espécie de evento controlado e agendado por uma comissão organizadora. O artigo IV dava ao Fundo um prazo de 72 horas para anunciar uma mudança de paridade. Embora os governos estrangeiros e o FMI fossem informados de que uma desvalorização estava a caminho, o Fundo era avisado sobre a dimensão da mesma apenas com vinte e quatro horas de antecipação, para minimizar o risco de que houvesse um vazamento da informação para os mercados. Embora houvesse tempo para concluir os preparativos, não era possível conduzir o tipo de deliberações internacionais previstas nos Artigos de Acordo.[25]

Mais 23 países desvalorizaram suas moedas no prazo de uma semana após a Grã-Bretanha ter tomado a medida, e sete outros o fizeram posteriormente. A maioria desses países já havia sofrido pressões em seus balanços de pagamentos, e a desvalorização da libra implicava em que seus problemas provavelmente iriam se agravar. Não sofreram desvalorização o dólar norte-americano, o franco suíço, o iene japonês e as moedas de alguns países da América Latina e da Europa oriental.

As desvalorizações produziram os efeitos desejados. Mas o fato de isso ter sido motivo de discussões na época, e ser questionado ainda hoje, revela as desconfianças em relação às mudanças nas taxas de câmbio herdadas da década de 30. As reservas britânicas tiveram sua queda interrompida imediatamente e triplicaram no prazo de dois anos. Outros países também melhoraram suas situações. Os franceses tiveram condições de relaxar suas restrições cambiais, ampliando o direito dos viajantes de levar notas de banco para fora do país e a possibilidade de outras pessoas realizarem transações no mercado a termo. O superávit na conta corrente norte-americana caiu em mais de 50% entre o primeiro semestre de 1949 e o primeiro semestre de 1950. As desvalorizações não foram o único fator que contribuiu para isso; a recessão norte-americana terminou ao se aproximar o final de 1949 e a Guerra da Coréia irrompeu em 1950.[26] Mas as melhorias registradas nas balanças comerciais foram maiores nos países que promoveram maiores desvalorizações, o que sugeria que o *realinhamento* em 1949 tinha produzido outros efeitos independentes importantes para as economias.

A escassez de dólares, embora moderada, não foi eliminada. No primeiro semestre de 1950, o superávit americano em conta corrente ainda crescia a uma taxa anual de US$ 3 bilhões. Não havia, absolutamente, clareza em relação ao fato de que outros países, com suas baixas reservas e seus grandes déficits, poderiam realizar a transição para a conversibilidade em dois anos. O comércio intra-europeu ainda estava coberto por um número sufocante de restrições a transações em conta corrente. Em 1950, os países envolvidos chegaram à conclusão de que a solução para esse problema exigia medidas monetárias internacionais extraordinárias.

A UNIÃO EUROPÉIA DE PAGAMENTOS

Essas medidas extraordinárias envolviam a criação de uma entidade regional para complementar as ações do FMI — a União Européia de Pa-

[24] Nas palavras de Triffin (1964), o recurso aos controles apenas "tornou mais lentos, ou protelou, os reajustes nas taxas de câmbio que haviam caracterizado a década de 20, e muitos desses realinhamentos terminaram acontecendo em setembro de 1949" (p. 23).

[25] Ver Horsefield (1969), vol. 1, pp. 238-9.

[26] A guerra tinha produzido diferentes conseqüências sobre as diversas economias — a área da libra esterlina, que era uma exportadora líquida de matérias-primas, beneficiara-se do aumento nos preços relativos das "commodities" decorrente do conflito bélico, ao passo que a Alemanha, uma importadora líquida de matérias-primas, sofrera uma deterioração em seus termos de troca. Isto é enfatizado por Temin (1995). Essa afirmativa contraria grande parte da bibliografia alemã, que sugere que a Alemanha beneficiou-se do crescimento explosivo durante a Guerra da Coréia.

A recessão gerou o impulso imediato para as desvalorizações em 1949. Por mais atraentes que fossem as vantagens nos termos de troca associadas à supervalorização das moedas e aos controles sobre as importações, havia limites à sua viabilidade. A Segunda Guerra Mundial tinha alterado as taxas de câmbio de equilíbrio, assim como havia ocorrido por ocasião da Primeira Guerra.[24] Isso ficou evidente quando as importações norte-americanas da área da libra esterlina caíram para a metade entre o primeiro e terceiro trimestres de 1949. A área da libra, que produzia as matérias-primas que constituíam a maior parte das importações norte-americanas, e não o próprio Reino Unido, sentiu o impacto da deterioração. Mas os residentes em outros países da área da libra procuraram manter o nível habitual de importações da área do dólar recorrendo à conversão de seus saldos de libras em dólares. Os controles restringiam, porém não eliminavam, essa possibilidade. À medida que suas reservas escasseavam, a Grã-Bretanha apertou ainda mais seus controles e fez com que outros países da Commonwealth adotassem a mesma política. Mesmo assim, a fuga de ouro e dólares continuou. Entre julho e meados de setembro, as perdas ultrapassaram os US$ 300 milhões. A desvalorização veio em 18 de setembro.

Após esse episódio, foi abandonada a crença de que a desvalorização de uma moeda importante poderia ser uma espécie de evento controlado e agendado por uma comissão organizadora. O artigo IV dava ao Fundo um prazo de 72 horas para anunciar uma mudança de paridade. Embora os governos estrangeiros e o FMI fossem informados de que uma desvalorização estava a caminho, o Fundo era avisado sobre a dimensão da mesma apenas com vinte e quatro horas de antecipação, para minimizar o risco de que houvesse um vazamento da informação para os mercados. Embora houvesse tempo para concluir os preparativos, não era possível conduzir o tipo de deliberações internacionais previstas nos Artigos de Acordo.[25]

Mais 23 países desvalorizaram suas moedas no prazo de uma semana após a Grã-Bretanha ter tomado a medida, e sete outros o fizeram posteriormente. A maioria desses países já havia sofrido pressões em seus balanços de pagamentos, e a desvalorização da libra implicava em que seus problemas provavelmente iriam se agravar. Não sofreram desvalorização o dólar norte-americano, o franco suíço, o iene japonês e as moedas de alguns países da América Latina e da Europa oriental.

As desvalorizações produziram os efeitos desejados. Mas o fato de isso ter sido motivo de discussões na época, e ser questionado ainda hoje, revela as desconfianças em relação às mudanças nas taxas de câmbio herdadas da década de 30. As reservas britânicas tiveram sua queda interrompida imediatamente e triplicaram no prazo de dois anos. Outros países também melhoraram suas situações. Os franceses tiveram condições de relaxar suas restrições cambiais, ampliando o direito dos viajantes de levar notas de banco para fora do país e a possibilidade de outras pessoas realizarem transações no mercado a termo. O superávit na conta corrente norte-americana caiu em mais de 50% entre o primeiro semestre de 1949 e o primeiro semestre de 1950. As desvalorizações não foram o único fator que contribuiu para isso; a recessão norte-americana terminou ao se aproximar o final de 1949 e a Guerra da Coréia irrompeu em 1950.[26] Mas as melhorias registradas nas balanças comerciais foram maiores nos países que promoveram maiores desvalorizações, o que sugeria que o *realinhamento* em 1949 tinha produzido outros efeitos independentes importantes para as economias.

A escassez de dólares, embora moderada, não foi eliminada. No primeiro semestre de 1950, o superávit americano em conta corrente ainda crescia a uma taxa anual de US$ 3 bilhões. Não havia, absolutamente, clareza em relação ao fato de que outros países, com suas baixas reservas e seus grandes déficits, poderiam realizar a transição para a conversibilidade em dois anos. O comércio intra-europeu ainda estava coberto por um número sufocante de restrições a transações em conta corrente. Em 1950, os países envolvidos chegaram à conclusão de que a solução para esse problema exigia medidas monetárias internacionais extraordinárias.

A UNIÃO EUROPÉIA DE PAGAMENTOS

Essas medidas extraordinárias envolviam a criação de uma entidade regional para complementar as ações do FMI — a União Européia de Pa-

[24] Nas palavras de Triffin (1964), o recurso aos controles apenas "tornou mais lentos, ou protelou, os reajustes nas taxas de câmbio que haviam caracterizado a década de 20, e muitos desses realinhamentos terminaram acontecendo em setembro de 1949" (p. 23).

[25] Ver Horsefield (1969), vol. 1, pp. 238-9.

[26] A guerra tinha produzido diferentes conseqüências sobre as diversas economias — a área da libra esterlina, que era uma exportadora líquida de matérias-primas, beneficiara-se do aumento nos preços relativos das "commodities" decorrente do conflito bélico, ao passo que a Alemanha, uma importadora líquida de matérias-primas, sofrera uma deterioração em seus termos de troca. Isto é enfatizado por Temin (1995). Essa afirmativa contraria grande parte da bibliografia alemã, que sugere que a Alemanha beneficiou-se do crescimento explosivo durante a Guerra da Coréia.

gamentos (UEP) —, cuja função seria enfrentar os problemas europeus nas esferas do comércio e de contas externas. A UEP começou a funcionar em 1950, inicialmente por dois anos, embora viesse a cessar suas operações somente no final de 1958. Em determinado nível, a instituição foi resultado direto do modelo concebido em Bretton Woods. Seus membros, basicamente os países da Europa ocidental e suas colônias ultramarinas, reafirmaram sua intenção de caminhar simultaneamente rumo à restauração da conversibilidade nas contas correntes. Eles estabeleceram um Código de Liberalização que impunha a eliminação das restrições à conversão entre as moedas para fins de transações em contas correntes. Em fevereiro de 1951, menos de um ano após a instituição da UEP, todas as barreiras vigentes deveriam ser aplicadas igualmente a todos os países participantes, os membros deveriam reduzir suas barreiras à metade em relação aos seus níveis iniciais e, numa etapa posterior, as barreiras deveriam cair 60% e 75%. Esse arranjo, portanto, era uma versão mais detalhada, ainda que geograficamente limitada, do compromisso previsto no Acordo de Bretton Woods visando eliminar todas as barreiras às transações em contas correntes.

Os países que registravam déficits com a UEP teriam acesso a créditos, embora eles devessem fazer os acertos de compensação — em ouro e dólares — com seus parceiros, uma vez exauridas suas quotas. Nesse aspecto, também, a inspiração veio dos Artigos de Acordo — os créditos aos quais os países participantes tinham direito se assemelhavam às quotas e direitos de saque do Acordo de Bretton Woods. Assim como ocorria com as quotas do FMI, a disponibilidade desses recursos podia ficar sujeita a condições. Quando a UEP cessou suas operações em 1958, havia quase US$ 3 bilhões em créditos aguardando compensação; esse montante era equivalente a um aumento de quase 50% nas quotas previstas nos Artigos de Acordo.

Em outro nível, a UEP se afastou do modelo de Bretton Woods e se contrapôs às instituições por ele estabelecidas. Ao aceitar o Código de Liberalização, os Estados Unidos admitiram o irrealismo do cronograma de Bretton Woods prevendo o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes. Ao contribuir para assegurar créditos adicionais para cobertura dos balanços de pagamentos, os Estados Unidos reconheciam a inadequação das quotas previstas nos Artigos de Acordo. Ao permitir que os países da UEP reduzissem as barreiras ao comércio entre eles mais rapidamente do que eliminavam as restrições às importações dos Estados Unidos, os norte-americanos aceitavam a prática de uma discriminação comercial. Eles, assim, admitiam que a escassez de dólares era o problema monetário central do período do pós-guerra, a despeito da ajuda do Plano Marshall.[27] Os países europeus, ao conceber uma instituição para defender políticas discriminatórias, admitiram o que não havia sido dito em Bretton Woods: que o regime monetário internacional do pós-guerra era um sistema assimétrico no qual os Estados Unidos e o dólar desempenhavam papéis excepcionais.

O fato de que a ação da UEP divergia da concepção de Bretton Woods foi admitido de diversas maneiras. A responsabilidade pela compensação dos pagamentos cabia ao Banco para Compensações Internacionais, um remanescente da década de 30, e não ao FMI. A diretoria executiva, que supervisionava o funcionamento da UEP, estava sediada em Basiléia — não em Washington. O Código de Liberalização, em vez de ser um anexo aos Artigos de Acordo, foi uma criação da Organização para Cooperação Econômica Européia (OCEE), que tinha sido criada para facilitar a repartição da ajuda do Plano Marshall. Na prática, a supervisão da restauração da conversibilidade e a reabilitação do comércio foi retirada das instituições de Bretton Woods, cuja autoridade, em conseqüência, resultou enfraquecida.

Se um fator pode explicar esses desvios do caminho aberto em Bretton Woods, foram as crises de 1947 e 1949. Esses episódios tornaram impossível para os Estados Unidos negar a gravidade dos problemas de ajuste no pós-guerra. O advento da Guerra Fria cristalizou a mudança de sentimento. Representantes da União Soviética estiveram presentes em Bretton Woods, ainda que seus delegados se mostrassem ativos principalmente durante os coquetéis após os trabalhos diários. Os soviéticos ainda não tinham estabelecido a Europa oriental como sua esfera de influência nem emergido como uma ameaça à estabilidade política do Ocidente. Em 1950, porém, a Guerra Fria já era uma realidade e a União Soviética tinha se recusado a assumir suas obrigações como membro do FMI. Isso deixou os Estados Unidos mais dispostos a aprovar a discriminação nas relações de comércio se isso facilitasse a recuperação e o crescimento econômico na Europa ocidental.

A autoridade das instituições de Bretton Woods foi enfraquecida não só pela natimorta OIC como também pela decisão do FMI e do Banco Mundial de se afastarem dos problemas nos balanços de pagamentos no pós-guerra. Embora o Banco proporcionasse mais créditos à Europa do que a qualquer outro continente em seus primeiros sete anos de funcionamento, o total de

[27] Assim, o *Segundo relatório anual da OCEE* reconheceu que os déficits da Europa em dólares não seriam reduzidos a um ponto em que as restrições monetárias poderiam ser eliminadas sem que fosse necessário adotar práticas discriminatórias ao final do Plano Marshall. Organização para Cooperação Econômica Européia (1950), pp. 247-51.

seus compromissos para com a Europa entre maio de 1947 — quando fez seu primeiro empréstimo — e o final de 1953, um período que compreendeu a vigência do Plano Marshall, somou apenas US$ 753 milhões, ou pouco mais de 5% da ajuda prestada através do Plano Marshall.[28] Os saques junto ao FMI entre 1947 e 1951 foram um pouco maiores, totalizando US$ 812 milhões. O Fundo tinha sido criado para supervisionar a operação da conversibilidade das moedas e para financiar desequilíbrios temporários nas contas externas; ele mostrou lentidão em se adaptar a um mundo de *inconversibilidade* e persistentes problemas nos pagamentos. O FMI aceitou as exigências dos norte-americanos de que se abstivesse de financiar países que estivessem recebendo ajuda através do Plano Marshall, para impedir que os governos comprometessem os esforços americanos visando controlar as finanças destes. Mesmo depois de a experiência da Grã-Bretanha em 1947 ter demonstrado a necessidade de amplo suporte, o FMI não ampliou os recursos disponíveis para os países que restabelecessem a conversibilidade. Os *acordos de "stand-by"*, que começaram a ser firmados em 1952, facilitaram o acesso ao Fundo, mas não implicavam o aumento de seus recursos. Por todas essas razões, o Fundo revelou-se incapaz de oferecer ajuda na escala necessária para lidar com os desequilíbrios no pós-guerra.

Problemas de pagamentos e controles seletivos

Grã-Bretanha, França e Alemanha estavam havia muito tempo no centro das questões monetárias européias. Isso nunca foi mais verdadeiro do que na década de 50, embora os três países e suas moedas tivessem, então, ficado em segundo plano em relação aos Estados Unidos e ao poderoso dólar.

Em todos esses três países, a Segunda Guerra Mundial, assim como a Primeira, fortaleceu a posição dos trabalhadores, fazendo com que os partidos de esquerda de base operária conquistassem posições respeitadas no cenário político. Assim como tinham feito depois da Primeira Guerra Mundial, os porta-vozes dos trabalhadores pressionavam por maiores salários, impostos mais elevados sobre a riqueza e expansão nos programas sociais. A essa lista eram agora acrescentadas exigências de controle sobre as taxas de juro, os

[28] O Banco Mundial fez empréstimos a Dinamarca, França, Luxemburgo e Holanda para financiar as importações de matérias-primas e bens de capital da área do dólar. Mas, com poucos recursos próprios (sendo os Estados Unidos o único país a contribuir em capital), o Banco Mundial dependia, para liquidez, de sua capacidade de levantar empréstimos nos mercados de capital norte-americanos.

fluxos de capital, preços e aluguéis, e pressões no sentido da expansão do leque de atividades governamentais. Uma acomodação com os partidos trabalhistas era vital para que a Europa impedisse que crises políticas e greves se colocassem como obstáculos no caminho de sua recuperação e crescimento.

O processo através do qual se conseguiu essa acomodação foi complexo. Na França e na Itália, por exemplo, os Estados Unidos contribuíram para o processo fazendo com que a ajuda do Plano Marshall ficasse condicionada à não-participação dos partidos comunistas nos governos. Mas as medidas essenciais foram tomadas pelos próprios europeus.[29] Os partidos socialistas moderaram suas exigências com o objetivo de ampliar sua base eleitoral. Os trabalhadores aceitaram a manutenção da propriedade privada em troca de uma expansão do estado do bem-estar social. Eles concordaram em moderar suas exigências salariais em troca de um compromisso governamental para com o pleno emprego e o crescimento.

Do ponto de vista do ajuste no balanço de pagamentos, o compromisso em relação ao crescimento e ao pleno emprego era fundamental. À época do padrão ouro, o instrumento usado para acabar com déficits nas contas externas tinha sido aumentar as taxas de juro.[30] Ao praticar uma taxa de redesconto mais elevada, um banco central exercia uma pressão ascendente sobre toda uma gama de taxas de juro, desestimulando o investimento em estoques e na formação de capital. A queda no nível de atividades reduzia a demanda por importações à custa do crescimento e do emprego domésticos. Se um governo recorresse pesadamente à utilização desse instrumento, isso teria sido considerado como um ato de má-fé. Sacrificar o crescimento e o nível de emprego através da elevação nas taxas de juro com o objetivo de restabelecer o equilíbrio externo teria colocado em risco a acomodação entre o capital e o trabalho.[31]

[29] A melhor introdução à bibliografia relevante é, provavelmente, Maier (1987). Esposito (1994) revela-se expressamente interessado na importância relativa da política norte-americana e dos fatores endógenos europeus para a acomodação política no velho continente no pós-guerra.

[30] Novamente, essa afirmação se aplica a países cujos bancos centrais podiam influenciar as taxas domésticas. Economias pequenas e abertas cujos ativos denominados em moeda nacional eram substitutos perfeitos de ativos estrangeiros não detinham o controle de suas taxas de juro e, portanto, para elas, esse instrumento era praticamente inútil. O Canadá é um exemplo desse tipo de país (ver Dick e Floyd [1992]).

[31] Esta é uma descrição estilizada da acomodação no pós-guerra. Ela não leva em conta as peculiaridades do cenário em cada país, nos termos e eficácia do pacto social no pós-

Por isso, os países europeus, ao registrar problemas em seus balanços de pagamentos, não podiam tentar se ajustar através da elevação em suas taxas de juro. O único recurso era implementar controles de câmbio. O fato de que essas restrições eram impostas em conjunto com a UEP tornava a política aceitável para seus parceiros de comércio. Já o fato de que os controles eram exceções dentro de um processo permanente de liberalização, e de que a imposição dos mesmos estava sujeita à aprovação da UEP, emprestava credibilidade a declarações de que eles eram temporários.[32] Isso significava que os controles eram aplicados simultaneamente às importações de todos os países da UEP, o que minimizava distorções.

Os alemães passaram por uma crise de balanço de pagamentos no segundo semestre de 1950 em virtude de a Guerra da Coréia ter causado uma deterioração nos termos de troca da Alemanha, ao provocar uma elevação nos preços relativos de matérias-primas importadas. Nos primeiros cinco meses de funcionamento da UEP (de julho a novembro de 1950), o país exauriu sua quota.[33] O governo alemão então negociou um acordo especial com a UEP. A Alemanha voltou a adotar os controles de câmbio e recebeu um crédito especial de US$ 120 milhões. Em troca, o governo reafirmou seu compromisso em relação à taxa de câmbio vigente e concordou em aumentar a receita dos impostos e em reformular os impostos de renda das pessoas físicas e jurídicas com o objetivo de limitar o consumo. Embora as restrições às importações não fossem o único mecanismo usado para suprimir os déficits externos, elas se constituíram em parte importante do pacote. Através de sua aplicação, a crise foi superada. A posição da Alemanha resultou suficientemente fortalecida para que o país tivesse condições, em meados de 1951, de honrar o pagamento do crédito especial concedido pela UEP. O crescimento continuou incessante, e a Alemanha passou a registrar permanentes superávits no âmbito da UEP.

A diretoria executiva da UEP condicionou o crédito de US$ 120 milhões à reafirmação, por parte dos alemães, de que os controles de câmbio seriam temporários. O governo tinha ficado tentado a reverter unilateralmente suas medidas de liberalização de comércio; Per Jacobsson, um assessor especial junto à UEP, convenceu as autoridades a ganharem tempo até que as restrições sobre as importações pudessem voltar a ser adotadas em concerto com a UEP. Além disso, o recebimento de créditos da UEP permitiu que o ministro da Economia da Alemanha, Ludwig Erhard, forçasse a aprovação de aumentos nos impostos e nas taxas de juro a despeito das objeções do chanceler Konrad Adenauer, que temia que essas medidas viessem a comprometer as perspectivas de crescimento e de paz social.[34]

As crises da Grã-Bretanha e seus esforços para enfrentar as dificuldades podem ser descritas em termos similares. Depois que os preços das "commodities", que registraram um aumento explosivo resultante da Guerra da Coréia, foram voltando ao normal e com a queda nas receitas da área da libra, surgiu um problema em seu balanço de pagamentos.[35] No final de 1951, os ministros das Finanças dos países da Commonwealth assinaram um acordo tornando mais rígidos os controles sobre as importações provenientes da área do dólar e assumindo um afastamento em relação à agenda de liberalização acordada no âmbito da OCEE. A libra registrou uma recuperação e em breve foi possível relaxar os controles.

Na medida em que o crescimento econômico britânico foi ganhando impulso, com relutância, as autoridades recorreram à taxa de redesconto do Banco da Inglaterra para regular o balanço de pagamentos. Embora a taxa de desemprego médio anual registrasse uma queda para 1,8% em 1953 e não tivesse ultrapassado esse nível até 1958, permitindo que as autoridades modificassem as taxas de juro sem se expor à acusação de que estariam provocando um aumento no desemprego, elas continuaram relutantes em se valer

---

guerra. Embora fosse atribuída prioridade ao crescimento e ao pleno emprego na Grã-Bretanha e na França, a fragmentação das relações trabalhistas nos dois países limitou a eficácia da colaboração entre os trabalhadores e as empresas. Na Alemanha, o poder de barganha dos tabalhadores foi reduzido pela presença das tropas norte-americanas e pela chegada de trabalhadores do Leste. Mas, apesar de a Alemanha não atingir o pleno emprego até o final da década de 50, em vista dos insuficientes padrões de vida e baixos níveis de produção industrial nos anos imediatamente após o final da guerra, o compromisso em relação ao crescimento continuava sendo prioritário.

[32] A credibilidade recebeu um reforço adicional pelo fato de que embora os Estados Unidos não fossem um membro da UEP, tinham assento em sua diretoria executiva, tendo contribuído com US$ 350 milhões em capital de giro para financiar sua operação. Por isso, os países que não aderissem à negociação nos termos da diretoria executiva corriam o risco de colocar em risco seu acesso à ajuda norte-americana.

[33] Essa quota tinha sido calibrada com base nas exportações e importações de 1949, que eram muito pequenas em relação ao nível muito mais elevado do comércio registrado depois que se fizeram sentir plenamente os efeitos da reforma monetária de 1948.

[34] Ver Kaplan e Schleiminger (1989), pp. 102-4.

[35] O fato de o governo ter perdido a eleição de outubro de 1951, de o Irã ter nacionalizado as companhias petrolíferas britânicas e de haver chegado o momento em que deveriam ser pagos os empréstimos obtidos junto aos norte-americanos e canadenses, tudo isso se somou para agravar o problema.

desse instrumento. O resultado foi a política "Stop-Go" britânica, que envolvia reduzir os juros, aquecer a demanda do consumidor e permitir o aumento na renda familiar especialmente com a aproximação de eleições, e, em seguida, impor um aumento nos juros para limitar a demanda, geralmente muito tarde para que pudesse evitar uma crise.

A experiência francesa na década de 50 também ilustra a importância das restrições de comércio como instrumento para promover o ajuste no balanço de pagamentos. Numa conjuntura em que a Alemanha sofreu uma única crise de balanço de pagamentos no início da década, a França passou por uma série dessas crises. O fator comum nesses episódios foi o déficit público. Os gastos militares na Indochina e em outras regiões se somaram a um ambicioso programa de investimentos públicos, programas sociais generosos e políticas habitacionais subsidiadas. Assim como na década de 20, não havia no país um consenso político em torno de como financiar esses programas. Um terço do eleitorado votava em um Partido Comunista que defendia maiores impostos sobre os ricos e resistia a cortes nos gastos. Os demais partidos da Quarta República formaram uma série de governos de vida curta, nenhum dos quais mostrou-se capaz de solucionar o problema fiscal. Como resultado, as conseqüências financeiras do ambicioso programa de modernização do governo geraram déficits no balanço de pagamentos.

As conseqüências tornaram-se evidentes em 1951. Os gastos com a guerra na Indochina estavam crescendo. Os déficits no balanço de pagamentos consumiram as reservas do fundo de estabilização francês e obrigaram o país a recorrer a grandes saques de suas quotas na UEP. Em resposta, o governo apertou as barreiras à importação e beneficiou os exportadores com isenções fiscais. Além disso, foram também suspensas as medidas a que o país estava obrigado pelo Código de Liberalização da OCEE. O controle rigoroso das importações, somado à ajuda financeira dos Estados Unidos, permitiu superar a crise.

A eliminação das restrições sobre as contas correntes estipuladas no Código da OCEE foi readotada em 1954, mas os gastos militares aumentaram novamente no período 1955-56 em reação à turbulência na Argélia e à crise de Suez. O gabinete socialista que assumiu o governo em 1956 introduziu uma política de aposentadoria por idade e aumentou outros gastos. A França perdeu metade de suas reservas entre o início de 1956 e o primeiro trimestre de 1957. Novamente, foram levantadas as barreiras contra as importações. Os importadores foram obrigados a depositar antecipadamente 25% do valor de suas importações autorizadas. Em junho de 1957, o depósito de importação exigido foi elevado para 50% e a adesão da França ao código da OCEE foi mais uma vez suspenso. O governo obteve um crédito junto ao FMI e usou a quota de recursos a que tinha direito na UEP.

Embora essas medidas tenham proporcionado uma margem de alívio, não eliminaram o desequilíbrio fundamental. Em agosto, em uma medida equivalente a uma desvalorização (que, entretanto, não exigia consulta ao FMI), foi adicionada uma taxa de 20% sobre as compras e vendas de moeda estrangeira, excetuadas aquelas vinculadas a importações e exportações de determinadas "commodities". Dois meses mais tarde, a medida foi generalizada para todas as mercadorias. Em troca da liberalização dos controles sobre as importações, o governo obteve US$ 655 milhões em créditos da UEP, do FMI e dos Estados Unidos.

Porém, até que o problema orçamentário fosse enfrentado, o alívio foi apenas temporário. No verão de 1957, essa realidade já não podia mais ser negada. Assim como havia ocorrido durante "a batalha do franco", em 1924, a insatisfação da opinião pública com a crise infindável terminou por quebrar a resistência a concessões. Foi constituído um novo gabinete que alçou Félix Gaillard, um conservador do ponto de vista econômico, ao posto de ministro das Finanças. Gaillard depois tornou-se primeiro-ministro e submeteu à Câmara de Deputados um orçamento que prometia reduzir significativamente o déficit. Mas, novamente, como em 1924, não havia uma clara vontade política de sustentar um equilíbrio orçamentário. A situação na Argélia continuou a se agravar e irromperam greves na primavera de 1958.[36] A crise amainou apenas quando o herói da guerra, Charles De Gaulle, formou um governo e levou Antoine Pinay, um ortodoxo do ponto de vista de política financeira, de volta para o ministério das Finanças.[37] Isso deixou claro que as medidas de austeridade não seriam revertidas. Uma comissão de especialistas então recomendou novos aumentos nos impostos e cortes nos subsídios governamentais. Embora De Gaulle não estivesse disposto a aceitar todos os cortes nos gastos propostos pelo ministro, concordou em aumentar os impostos e limitar o déficit orçamentário. A comissão de especialistas, juntamente com os Estados Unidos e os parceiros da França na UEP, exigiram que os franceses também restabelecessem seu compromisso para com o có-

---

[36] Os trabalhadores queixaram-se de que estavam sendo obrigados a arcar com os custos dos compromissos da nação nas colônias. Ver Kaplan e Schleiminger (1989), p. 281.

[37] Os leitores reconhecerão, aqui, os paralelos com a estabilização promovida por Poincaré em 1926: agudo impasse fiscal, a formação de um novo governo por um líder carismático e a nomeação de uma comissão de especialistas.

digo da OCEE. Para tornar isso possível, o franco foi novamente desvalorizado, desta vez em 17%.

Em conjunto, a desvalorização e a austeridade fiscal produziram o efeito desejado. As contas externas francesas passaram de deficitárias a superavitárias, e em 1959 o país aumentou significativamente suas reservas em moeda estrangeira. Isso permitiu que a França liberalizasse 90% de seu comércio intra-europeu e 88% de seu comércio em dólares.[38]

A importância da coordenação da desvalorização e da correção fiscal, atacando, dessa maneira, as fontes de desequilíbrio tanto interno como externo, foi uma lição central da experiência francesa. Por si mesmos, os controles sobre as importações não podiam assegurar a restauração do equilíbrio. Assim como na Alemanha, eles tinham de vir acompanhados por uma ação monetária e fiscal. E a política de austeridade tinha de ser cimentada por uma consolidação política, como também ocorrera na década de 20. Até então, as mudanças no rigor das restrições às importações eram o principal instrumento através do qual se empreendia a defesa do câmbio.

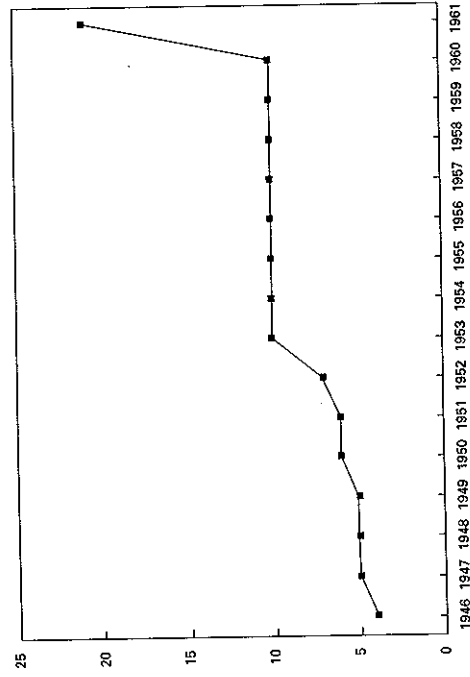
Conversibilidade: problemas e progressos

Não devemos permitir que essas crises periódicas obscureçam o progresso alcançado no sentido da restauração do equilíbrio. No entanto, muitos analistas que revelam uma percepção aguda na análise de outros aspectos continuaram a encarar o diferencial do câmbio em relação ao dólar como uma característica permanente no mundo do pós-guerra. Sob a influência da percepção da devastação européia e da visão do poderio industrial dos Estados Unidos, acreditou-se que o crescimento da produtividade norte-americana continuaria a prevalecer sobre a de outros países. Os Estados Unidos permaneceriam em perene superávit, deixando seus parceiros comerciais em crise perpétua.[39]

Mal tinham sido publicados os estudos desses analistas advertindo para esse cenário sombrio, o diferencial do câmbio em relação ao dólar desapareceu. Com a retomada do crescimento na Europa e no Japão, registrou-se uma melhoria nas balanças comerciais. A Europa passou a ser um ponto de atração para investimentos de empresas norte-americanas. Os gastos militares dos Estados Unidos no exterior e a ajuda externa bilateral, vindo na esteira do Plano Marshall, engrossaram o fluxo de recursos com outros US$ 2 bilhões anuais. Não foram os outros países industrializados, mas sim os Estados Unidos que passaram a registrar déficits persistentes.

A redistribuição das reservas norte-americanas para o resto do mundo estabeleceu a base para a conversibilidade das contas correntes. Em 1948, os Estados Unidos detinham mais de dois terços das reservas monetárias mundiais; no prazo de uma década, sua participação havia caído para 50%. Em 31 de dezembro de 1958, os países europeus restauraram a conversibilidade da conta corrente.[40] O FMI reconheceu o novo estado de coisas em 1961, ao declarar que os países estavam obedecendo o artigo VIII dos Artigos de Acordo (ver gráfico 4.1).

Gráfico 4.1

Número de membros do FMI que concordaram com o artigo VIII, 1946-61

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Relatório anual sobre câmbio e barreiras ao comércio*, diversos anos.

[38] Ver Kaplan e Schleiminger (1989), p. 284.

[39] Algumas avaliações pessimistas sobre as perspectivas da Europa no pós-guerra encontram-se em Balogh (1946, 1949), Williams (1952) e MacDougall (1957).

[40] Os termos das compensações entre os países membros da UEP já haviam sido consolidados a partir de 1954, tornando as moedas dos países membros efetivamente conversíveis para transações dentro da Europa. As restrições monetárias sobre o comércio tinham sido afrouxadas, de acordo com as provisões do código da OCEE. Mas só quando os mercados de câmbio começaram a operar, em janeiro de 1959 — com a irrestrita conversibilidade entre as principais moedas para fins de transações em contas correntes —, é que se pôde afirmar que o Sistema de Bretton Woods entrou em pleno funcionamento.

O funcionamento de um sistema de paridades fixas entre moedas conversíveis exigia crédito para financiar os desequilíbrios, como haviam reconhecido aqueles que haviam concebido o Acordo de Bretton Woods. Quanto maior a relutância em ajustar a paridade e elevar as taxas de juro e os impostos, maiores os volumes de crédito necessários. E quanto mais rápido o relaxamento dos controles de capital, maior a necessidade de financiamento para contrabalançar as saídas especulativas de capital. Esse foi o contexto dos debates sobre *liquidez internacional* que dominou a década de 60. Os países de moedas fracas exerceram pressões para obter junto ao FMI quotas mais generosas e aumentos nas reservas internacionais. Os países de moedas fortes se opuseram, argumentando que créditos adicionais incentivariam os países deficitários a viver acima de seus recursos.

A situação foi complicada pelo fato de que o Sistema de Bretton Woods, como o padrão ouro antes dele, gerou sua própria liquidez. Assim como haviam feito no cenário do padrão ouro, governos e bancos centrais complementaram suas reservas de ouro com divisas estrangeiras. Isso se fez principalmente através do acúmulo de dólares, o que refletia a posição dominante dos Estados Unidos no comércio e finanças internacionais, e os grandes estoques norte-americanos de ouro. Em seu balanço de pagamentos, os Estados Unidos podiam incorrer em déficits de tamanho equivalente ao montante de dólares que os governos e bancos centrais estrangeiros desejavam adquirir. Os Estados Unidos podiam limitar esse montante elevando suas taxas de juro, tornando mais cara a compra de dólares por parte dos bancos centrais estrangeiros. Por outro lado, se os Estados Unidos exercessem uma contenção inadequada, poderiam inundar o sistema internacional com liquidez. De uma forma ou de outra, o sistema permaneceu dependente de dólares para atender suas necessidades cada vez maiores de liquidez.

Essa dependência comprometeu a simetria do sistema monetário internacional. O Acordo de Bretton Woods pode ter instruído os Estados Unidos a decretar uma dada paridade dólar-ouro, ao mesmo tempo permitindo a outros países decretar suas paridades em relação ao dólar, mas havia um pressuposto de que o sistema passaria a ser mais simétrico com o passar do tempo. Havia a suposição de que a cláusula de escassez de moeda asseguraria o ajuste tanto nos países superavitários como nos deficitários. E acreditava-se que depois que a Europa completasse sua recuperação, as quotas do FMI satisfariam a demanda mundial por liquidez. Em vez disso, o sistema ficou cada vez menos simétrico, à medida que o dólar foi consolidando seu status de principal moeda de reserva. Podemos denominar esse problema como a "questão De Gaulle", uma vez que o presidente francês foi seu crítico mais proeminente.

A coerência histórica da posição francesa foi notável.[41] Desde a Conferência de Gênova, em 1922, a França se opunha a qualquer arranjo que conferisse um status especial a uma determinada moeda. O fato de Paris nunca ter sido um centro financeiro comparável a Londres ou Nova York limitou a liquidez de ativos denominados em francos e, portanto, o interesse em usar a moeda francesa como reservas internacionais; em outras palavras, se uma determinada moeda viesse a ser acumulada na forma de reservas, provavelmente não seria o franco.

Nas décadas de 20 e 30, como vimos no capítulo 3, os esforços da França visando liquidar seus saldos em moedas estrangeiras para aumentar a pureza do padrão ouro puro tinham contribuído para o aperto de liquidez que agravou a Grande Depressão. A crítica de De Gaulle ao "exorbitante privilégio" norte-americano e sua ameaça de liquidar os saldos em dólar nas contas do governo francês operaram no mesmo sentido.[42]

Um problema adicional era o assim chamado "dilema de Triffin". Robert Triffin, economista monetário belga, professor da Universidade de Yale e arquiteto da UEP, observara, já desde 1947, que a tendência do Sistema de Bretton Woods de reagir ao excesso de demanda por reservas com o crescimento de saldos em dólar no exterior tornava o sistema dinamicamente instável.[43] Acumular reservas em dólares era algo atraente apenas na medida

---

[41] Isto é documentado por Bordo, Simard e White (1994).

[42] Jacques Rueff, que tinha sido adido financeiro na embaixada francesa em Londres entre 1930 e 1934 e um firme adversário do padrão divisas-ouro, presidiu a comissão de especialistas que ajudou a formular o pacote de reforma fiscal e monetária gaullista em 1958. Tanto na década de 30 como na de 60, Rueff e seus seguidores no governo francês argumentavam que o padrão divisas-ouro permitia aos países cujas moedas eram usadas como reservas viver além de suas posses. Isso produzia períodos de expansão e retração quando os países cujas moedas serviam de reservas primeiro extrapolavam sua capacidade e, depois, eram forçados a cortar gastos. (Essa interpretação sobre os eventos do período do entreguerras é discutida no capítulo 3.) A solução foi restabelecer um padrão ouro puro que prometia impor uma disciplina contínua. Rueff publicou uma série de artigos, especialmente em junho de 1961, que apontava paralelos entre os acontecimentos monetários internacionais nos períodos de 1926-29 e 1958-61, dois momentos em que países europeus acumularam as moedas dos "países anglo-saxões" e a inflação registrara uma aceleração no Reino Unido e nos Estados Unidos. Ele defendeu a liquidação do componente em moeda estrangeira do Sistema de Bretton Woods e um retorno a um sistema mais próximo do padrão ouro. Ver Rueff (1972).

[43] Ver Triffin (1947). Triffin repetiu sua advertência no início da vigência da conversibilidade estabelecida pelo Acordo de Bretton Woods (Triffin, 1960) e outros analistas concordaram com ele (Kenen, 1960).

em que não houvesse dúvidas sobre sua conversibilidade em ouro. Mas, depois que os saldos em dólar no exterior cresceram muito em relação às reservas norte-americanas de ouro, a credibilidade desse compromisso poderia ser colocada em dúvida. Em 1960, pela primeira vez o passivo monetário dos Estados Unidos no exterior ultrapassou as reservas norte-americanas de ouro; e o passivo norte-americano junto a autoridades monetárias externas, em 1963. Se alguns credores estrangeiros procurassem converter suas reservas, as decisões destes poderiam produzir o mesmo efeito de uma fila de correntistas às portas de um banco. Outros entrariam na fila por temer que elas fossem fechadas. Os países entrariam numa corrida para sacar seus dólares antes que os Estados Unidos fossem obrigados a desvalorizar sua moeda.[44]

É evidente que os problemas de De Gaulle e de Triffin eram inter-relacionados. De Gaulle era um grande credor do Tesouro norte-americano que ameaçava liquidar seus saldos. Esse era exatamente o tipo de ação que ameaçava desestabilizar o dólar, como havia advertido Triffin.[45]

Direitos especiais de saque

A resposta lógica estava em adotar outros meios de liquidez internacional em lugar do dólar. O problema para o qual isso seria uma solução não era uma escassez mundial de liquidez, mas a necessidade de substituir o dólar por um novo ativo de reserva com o objetivo de prevenir que o processo descrito por Triffin desestabilizasse o Sistema de Bretton Woods.[46] Conforme referido acima, isso era defendido pelos países de moedas fracas e combatido pelas nações de moedas fortes. As discussões eram complicadas em razão de o dólar ser, a um só tempo, fraco e forte. Ele era forte no sentido de continuar a ser a principal moeda de reserva e de que a criação de formas alternativas de liquidez ameaçavam enfraquecer seu papel. Ele era fraco porque o crescimento de saldos em dólares nas contas externas dos parceiros dos Estados Unidos semeava dúvidas em relação a sua conversibilidade; a criação de fontes de liquidez alternativas acenavam com a possibilidade de retardar o crescimento dos passivos monetários americanos no exterior e, portanto, de conter as pressões que comprometiam a estabilidade da moeda. Em vista dessas considerações conflitantes, não é de surpreender que os Estados Unidos não se mostrassem inteiramente coerentes em sua abordagem do problema.

As negociações em torno da criação de reservas adicionais foram iniciadas pelo *Grupo dos Dez* (G-10), o clube dos países industrializados que se considerava sucessor das delegações norte-americana e britânica que tinham dominado as negociações de Bretton Woods. Em 1963, o G-10 constituiu o Grupo de Delegados, uma comissão de funcionários graduados que recomendou um aumento nas quotas do FMI. O grupo propôs alocar reservas a um número reduzido de economias industrializadas e tornar esses países responsáveis pela concessão condicional de crédito a outros países.

Embora essa abordagem parecesse suficientemente lógica aos olhos das autoridades dos países industrializados, seu cálculo não levava em conta a ascensão do Terceiro Mundo.[47] Os países em desenvolvimento participaram plenamente do Sistema de Bretton Woods — muitos deles mantiveram taxas cambiais fixas por longos períodos, atrás da proteção das barreiras ao comércio e dos controles de capital. O que esses países experimentaram não foi diferente do ocorrido sob o padrão ouro — eles foram submetidos a impactos excepcionalmente fortes nos balanços de pagamentos, que eles enfrentaram desvalorizando suas moedas com maior freqüência do que era a prática

---

[44] Triffin receava que os Estados Unidos, para evitar o colapso da paridade ouro no patamar de US$ 35, retornariam à prática de políticas deflacionárias, deixando o mundo faminto de liquidez. Para defender suas moedas, outros países seriam obrigados a "reagir na mesma moeda", disparando uma espiral deflacionária como a registrada na década de 30. Na verdade, as administrações dos presidentes Johnson e Nixon continuaram a permitir que a oferta de dólares e a taxa de inflação norte-americana fosse governada por considerações domésticas, disso resultando que oferta excessiva de dólares e inflação, e não deflação, fossem os verdadeiros problemas. Os Estados Unidos tentaram conter as conseqüências através do estabelecimento do "Gold Pool" com seus aliados europeus e incentivando estes a não converter seus dólares em ouro. Finalmente, porém, a conversão de dólares em ouro pelos mercados privados enfraqueceu a posição da moeda. Ver Williamson (1977) e De Grauwe (1989).

[45] Embora os Estados Unidos tivessem tanto ativos como passivos externos, a defasagem entre seus prazos de maturação deixava o país vulnerável ao risco do equivalente internacional de uma corrida aos bancos. Não ter dado a devida importância ao problema da corrida dos depositantes aos bancos foi a falha na visão de Émile Deprés e Charles Kindleberger de que os déficits nos pagamentos dos Estados Unidos eram benignos porque o país estava simplesmente funcionando como banqueiro para o mundo, tomando empréstimos no curto prazo e concedendo empréstimos no longo prazo.

[46] É concebível que os mercados poderiam ter solucionado sozinhos esse problema atribuindo a moedas de outros países o status de padrão de reserva. Mas a prevalência dos controles e a estreiteza dos mercados impediu que moedas como o marco alemão, o franco e o iene adquirissem um papel de reserva significativamente ampliado. A libra esterlina, única moeda que circulava em um mercado suficientemente grande, tornou-se progressivamente menos atraente como meio para formar reservas por razões explicadas em outra parte deste capítulo.

[47] Este é um tema da introdução a Gardner (1969) e de Eichengreen e Kenen (1994).

no mundo industrializado.[48] Tendo crescido em número e constituído suas próprias organizações, os líderes do Terceiro Mundo firmaram a posição de que suas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos eram pelo menos tão grandes quanto as dos países industrializados. Eles argumentaram que recursos adicionais deveriam ser alocados diretamente aos países que passavam pelas maiores necessidades (a saber, eles próprios). Eles consideravam o G-10 como um fórum inadequado para solucionar a questão. Os esforços visando aumentar o nível das reservas ficaram, dessa maneira, vinculados à questão de sua distribuição.

As quotas do FMI somavam US$ 9,2 bilhões ao final de 1958, um montante um pouco maior do que os US$ 8,8 bilhões originais, em conseqüência da admissão, ao Fundo, de países que não tinham sido representados em Bretton Woods (bem como em decorrência da não-participação da União Soviética e da saída da Polônia). Reconhecendo a expansão da economia mundial registrada a partir de 1944, chegou-se, em 1959, a um acordo para aumentar em 50% o montante das quotas.[49] Entretanto, uma vez que o valor em dólares do comércio mundial tinha mais que dobrado desde 1944, o incremento não restabeleceu os recursos do Fundo sequer aos níveis modestos; em relação às transações internacionais, previstos no Plano White. Em 1961, os dez países mais industrializados que posteriormente viriam a formar o G-10 concordaram em emprestar até US$ 6 bilhões de suas moedas para o Fundo através do *Acordo Geral sobre Empréstimos*. Isso, no entanto, não foi um aumento nas quotas do Fundo; essa decisão simplesmente fez crescer o suprimento de determinadas moedas que o Fundo poderia tornar disponíveis, e o acesso a esses recursos era condicionado em termos satisfatórios para os ministros das Finanças do G-10.[50] As quotas do Fundo foram aumentadas em 1966, porém em apenas 25%, porque Bélgica, França, Itália e Holanda se opunham a aumentos maiores.[51]

Por fim, foi encontrada uma solução na forma da Primeira Emenda dos Artigos de Acordo, que criou os *direitos especiais de saque* (DES). O conflito entre países industrializados e em desenvolvimento, que insistiram, ambos,

[48] Edwards (1993, p. 411) identifica 69 desvalorizações substanciais entre 1954 e 1971 em cerca de cinqüenta países em desenvolvimento.

[49] Os Estados Unidos, então o país de moeda forte, se opuseram a aumentos nas quotas nas duas primeiras reavaliações qüinqüenais.

[50] Ver Horsefield (1969), vol. 1, pp. 510-2.

[51] Elas foram aumentadas pela terceira vez em 1970, em cerca de 30%.

em que lhes fosse alocada uma fatia desproporcional dos recursos adicionais, encontrou uma solução simples e direta na decisão de elevar todas as quotas em um percentual uniforme. Mas o conflito entre países de moedas fracas e de moedas fortes no âmbito do mundo industrializado revelou-se de solução mais difícil. Os países de moeda fraca desejavam créditos adicionais para fins de compensação dos balanços de pagamentos, ao passo que os países de moedas fortes receavam as conseqüências inflacionárias de créditos adicionais. Inicialmente, os Estados Unidos se opuseram à criação de um instrumento do tipo dos DES por temer uma diminuição do papel do dólar como moeda-chave. Na reunião anual do FMI em 1964, os franceses, para quem a posição assimétrica do dólar era um motivo muito especial de insatisfação, propuseram a criação de um instrumento desse tipo, mas a idéia foi torpedeada pelos Estados Unidos. De Gaulle, que nunca recuou diante de uma provocação, propôs então o retorno ao padrão ouro como o único caminho que restava para restaurar a simetria ao sistema internacional, e o Banco da França acelerou sua conversão de dólares em ouro.

Essas ameaças veladas apressaram a mudança na opinião oficial nos Estados Unidos. Já haviam se passado cinco anos desde que os passivos norte-americanos externos em dólares tinham, pela primeira vez, superado as reservas em ouro do país e desde que o preço do ouro em Londres tinha subido significativamente acima do nível no qual o Tesouro norte-americano fixara a paridade do dólar em Nova York, sinalizando que os negociantes de moedas atribuíam uma probabilidade não desprezível a uma desvalorização do dólar. Tendo surgido a percepção de que a posição monetária internacional norte-americana deixara de ser inexpugnável, os Estados Unidos reverteram sua posição em 1965, colocando-se ao lado dos defensores de uma alocação de DES. Chegou-se, finalmente, a um acordo sobre os detalhes por ocasião da reunião do Fundo no Rio de Janeiro, em 1967. A condição imposta pela França traduziu-se em uma provisão de que o esquema poderia ser ativado somente quando o processo de ajustamento estivesse funcionando melhor — em outras palavras, quando os Estados Unidos eliminassem seu déficit no balanço de pagamentos.

Quando os Estados Unidos registraram um superávit em suas contas externas, em 1969, pré-requisito que permitiu que a primeira alocação de DES fosse desembolsada em 1970, o problema já não era uma liquidez inadequada. Os déficits no balanço de pagamentos norte-americano da década de 60 tinham inflado o volume das reservas internacionais e havia boas razões para pensar que a política monetária restritiva de 1969 era apenas temporária. A liquidez foi elevada ainda mais em virtude das políticas monetárias cada vez

mais expansionistas dos outros países industrializados. Liquidez ainda maior, na forma de uma alocação de DES, não era o que se necessitava nesse ambiente inflacionário. Com as inevitáveis demoras nos processos de negociação, as autoridades econômicas terminavam por solucionar problemas passados com implicações contraproducentes para o presente.

Teriam essas instabilidades sido evitadas através de uma alocação antecipada mais generosa de DES? Não resta dúvida de que se as necessidades de liquidez tivessem sido satisfeitas mediante recurso a essas fontes, não teria havido necessidade de aumentar o estoque de saldos oficiais em dólares. Os Estados Unidos, para defender o dólar, teriam sido forçados a controlar seus déficits, o que solucionaria os problemas tanto de Triffin como de De Gaulle. A questão é se o país dispunha dos instrumentos para fazê-lo. Tendo em vista os compromissos militares norte-americanos e a pressão para aumentar os gastos em programas sociais, não havia como recorrer a políticas de redução de despesas. Os desequilíbrios externos podiam ser atacados apenas através de ajustes no câmbio supostamente ajustável, algo que tanto os Estados Unidos como outros países não estavam ainda dispostos a contemplar.

Redução nos controles e aumento na rigidez

Por outro lado, as limitações do mecanismo de ajuste de Bretton Woods ficaram evidentes diante da eliminação das barreiras ao comércio. Com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, já não era possível tornar mais rigorosas as exigências das licenças de importação.[52] Seria possível, ainda, tentar induzir os parceiros comerciais de um país a baixar suas tarifas, uma estratégia que os Estados Unidos adotaram ao propor uma nova rodada de negociações do GATT quando o país registrou um agravamento em sua balança comercial em 1958. Mas, conforme demonstrado pela demora de quatro anos para a conclusão da Rodada Dillon, em 1962, esse mecanismo não funcionou com a velocidade necessária para enfrentar as pressões especulativas.

Ainda assim os governos poderiam tentar corrigir um desequilíbrio através da manipulação da conta de capital. Os controles sobre os movimentos de capital poderiam ser tornados mais rígidos. Poderiam ser tomadas medidas como as que os norte-americanos adotaram através dos Impostos de Equalização de Juros, que desencorajavam os residentes no país a investir em bônus estrangeiros. Mas as tentativas de desestimular saídas de capital serviam apenas para ganhar algum tempo. Elas não eliminavam o problema básico que havia produzido originalmente a tendência de entrada de capital.

Em outras palavras, elas proporcionavam alguma autonomia temporária para conduzir uma política doméstica, mas não constituíam um mecanismo efetivo de ajustamento.

Uma medida da eficácia dos controles de capital é a dimensão dos diferenciais de juros (ajustados em função do desconto futuro sobre o câmbio). Maurice Obstfeld computou esses valores para a década de 60, descobrindo que eles chegavam a 2% para o Reino Unido e eram superiores a 1% para a Alemanha.[53] Diferenciais dessa magnitude, que não podem ser atribuídos a expectativas de mudanças no câmbio, confirmam que os controles de capital eram relevantes. Richard Marston comparou as taxas de juro da eurolibra (offshore) e as taxas de juro britânicas (onshore). (A vantagem dessa comparação é que ela anula o risco do país, isto é, a maior probabilidade de um país não honrar suas obrigações que rendem juros.) Entre abril de 1961, quando as taxas de juro da eurolibra começaram a ser anunciadas pelo Banco da Inglaterra, e abril de 1971, o início do fim do Sistema de Bretton Woods, o diferencial médio foi de 0,78%. Marston conclui que os controles "claramente [...] tiveram um efeito bastante sensível sobre os diferenciais de juros".[54]

As implicações para o balanço de pagamentos foram analisadas em um estudo conduzido em 1974 por Pentti Kouri e Michael Porter.[55] Kouri e Porter descobriram que aproximadamente 50% de uma mudança no crédito doméstico foi neutralizada pelos fluxos internacionais de capital nos casos da Austrália, Itália e da Holanda, e da ordem de 65% a 75% no caso da Alemanha. Esses resultados sugerem que embora os fluxos internacionais de capital tenham respondido a mudanças nas condições de crédito, havia ainda alguma margem para uma política monetária autônoma. Os bancos centrais podiam, ainda, modificar as condições monetárias sem ver o crédito doméstico escoar,

[52] Entretanto, havia ecos da estratégia empregada na década de 50 na sobretaxação de 10% sobre os impostos de importação e de consumo estabelecidos pela Grã-Bretanha em 1961, em sua sobretaxa de 15% em 1964 e na sobretaxa de 10% sobre as importações criada pelo presidente em 1971.

[53] Ver Obstfeld (1993b). Aliber (1978), Dooley e Isard (1980) empreenderam análises similares e chegaram a conclusões semelhantes.

[54] Marston (1993), p. 523.

[55] Kouri e Porter (1974).

dólar a dólar, para o exterior. Em face da relutância dos governos em alterar a taxa de câmbio ou comprimir a demanda doméstica, a utilização de controles para influenciar os fluxos de capital era o único mecanismo disponível para conciliar os equilíbrios interno e externo no curto prazo.

Não resta dúvida de que, com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, ficou mais difícil aplicar os controles de capital. Era mais fácil superfaturar e subfaturar o comércio e contrabandear fundos para o exterior. O crescimento das companhias multinacionais criou mais um canal para transações na conta de capital, assim como o desenvolvimento dos mercados de euromoedas. Depois que os controles sobre as transações bancárias na Europa foram relaxados, os bancos com sede em Londres começaram a aceitar depósitos em dólares, atraindo fundos de bancos norte-americanos cujos rendimentos sobre os depósitos eram limitados pelo Regulamento Q. Os correntistas com contas em eurodólares, quando começavam a temer pela estabilidade do dólar, podiam converter seu dinheiro em euromarcos alemães. Embora o volume de transações com euromoedas fosse limitado, os controles sobre os movimentos de capital impostos pelo governo norte-americano nas fronteiras eram menos eficazes, uma vez que já havia uma massa de dólares no exterior.

Por que os países relutavam tanto em desvalorizar suas moedas em resposta a desequilíbrios externos? Essa é, talvez, a questão mais polêmica na literatura sobre Bretton Woods. De fato, os arquitetos do sistema, preocupados com as perturbações no comércio que poderiam ser causadas por freqüentes ajustes de paridade, tinham procurado limitá-las. A exigência de que os países obtivessem aprovação do Fundo antes de mudar as paridades de suas moedas desencorajava essa prática em razão do risco de que suas intenções pudessem vazar para o mercado. Desvalorizações e revalorizações freqüentes e pequenas, que podiam ser promovidas sem consulta ao Fundo, poderiam ser apenas desestabilizadoras; elas seriam consideradas não só muito pequenas para eliminar o desequilíbrio básico, como também uma prova de que as autoridades estariam dispostas a contemplar novas mudanças no câmbio — ambas, especulações tendentes a intensificar os fluxos de capital. Essa foi a lição extraída das revalorizações alemã e holandesa em 1961. E a permissão para que um país desvalorizasse sua moeda em um diferencial significativo apenas se houvesse evidências de um desequilíbrio fundamental impedia uma desvalorização em antecipação à manifestação de sérias dificuldades. A possibilidade de que pressões crescentes poderiam, em última instância, não refletir um desequilíbrio fundamental obrigou os governos a reiterar seus compromissos para com a taxa de câmbio prevalecente

com o objetivo de evitar provocar saídas de capital e agravar as dificuldades correntes. Uma inversão de curso seria uma fonte de sério prejuízo à imagem dos governos.[56]

A inflexibilidade das taxas de câmbio sob esse sistema de "flexibilidade administrada" decorreu desses incentivos perversos. O problema se intensificou com o crescimento da mobilidade do capital e da crescente porosidade dos controles de capital. As fragilidades externas poderiam desencadear uma torrente de fugas de capital. Os governos tinham de manifestar-se cada vez mais enfaticamente e adotar medidas de crescente rigor para defender suas moedas. Promover uma desvalorização significava admitir um grande fracasso.[57]

Além disso, não havia grande margem para aumentar as taxas de juro e aplicar medidas fiscais restritivas para conter os déficits nos balanços de pagamentos. O contrato social no pós-guerra, através do qual os trabalhadores moderaram suas exigências salariais sob a condição de que os capitalistas investissem seus lucros, continuou atraente apenas enquanto o pacto continuou proporcionado um crescimento elevado. Assim, John F. Kennedy concorreu à presidência em 1960 prometendo um crescimento de 5%. Nas eleições gerais britânicas de 1962, ambos os partidos prometiam 4% de crescimento.[58] Promessas assim deixaram pouca margem para políticas de redução de gastos.

---

[56] Akiyoshi Horiuchi (1993, p. 1.021), referindo-se ao Japão, que sofreu problemas em seu balanço de pagamentos até meados da década de 60, escreve que o governo "recusou-se a tentar restaurar o equilíbrio nas contas externas através de uma desvalorização do iene por temer que isso poderia ser considerado como uma admissão pública de alguns erros fatais em suas políticas econômicas". Nas palavras de John Williamson (1977, p. 6), "mudanças nas taxas de câmbio eram relegadas ao status de confissões de que o processo de ajuste tinha fracassado". As evidências recolhidas por Richard Cooper (1971) de que as desvalorizações de moedas em países em desenvolvimento eram freqüentemente seguidas pela demissão de um ministro das Finanças ilustram o fato de que esse embaraço podia implicar custos substanciais. Uma revalorização era, naturalmente, menos embaraçosa para os países de moedas fortes. Mas essa decisão prejudicava os exportadores, um grupo de interesse concentrado e, portanto, implicava custos políticos. Não era possível recorrer a ela com uma liberdade que resolvesse os dilemas de Bretton Woods.

[57] Leland Yeager, escrevendo em 1968, enfatizou a relutância dos governos em ajustar as taxas de câmbio "por temerem comprometer a confiança e agravar o problema da especulação". Ver Yeager (1968), p. 140.

[58] Outras discussões sobre essa questão encontram-se em James (1995).

Tudo isso torna algo surpreendente a sobrevivência do Sistema de Bretton Woods até 1971. Grande parte da explicação reside na cooperação internacional entre governos e bancos centrais.[59] Muito à semelhança de quando a cooperação para preservação do regime deu sustentação ao padrão ouro nos momentos de crise, o suporte internacional às moedas fundamentais permitiu que o Sistema de Bretton Woods, embora abalado, persistisse. Presidentes e funcionários de bancos centrais reuniam-se mensalmente na sede do BIS, em Basiléia. O Grupo de Trabalho 3 da Comissão de Política Econômica da OCDE constituiu-se em fórum para a troca de informações e aconselhamento.[60] Em 1961, em resposta a pressões sobre a libra esterlina decorrentes da revalorização do marco alemão, em 4 de março os bancos centrais mais importantes negociaram um *acordo de "swap"* estabelecendo que eles conservariam temporariamente saldos de moedas fracas, em vez de exigir a conversão das mesmas em ouro. Em 1961, a Grã-Bretanha recebeu uma ajuda de quase US$ 1 bilhão segundo as provisões desses acordos. Em 1964, quando a libra sofreu novamente um ataque, o Federal Reserve Bank de Nova York ofereceu à Grã-Bretanha uma linha especial de crédito de US$ 3 bilhões. Na prática, o tipo de cooperação entre bancos centrais que tinha sido uma característica da década de 20 foi restabelecido depois de um hiato de mais de trinta anos.

Outros exemplos de cooperação são o Acordo Geral sobre Empréstimos e a proibição alemã e suíça ao pagamento de juros sobre depósitos estrangeiros.[61] O *Gold Pool* instituído em novembro de 1961 pela Grã-Bretanha, Suíça e pelos membros da *Comunidade Econômica Européia* (CEE) pode também ser entendido sob essa luz. Em 1961, a proporção entre os montantes de dólares e de ouro fora dos Estados Unidos tinha subido acima dos níveis considerados suportáveis, para US$ 35 por onça de ouro. O preço relativo do dólar começou a cair (em outras palavras, o preço de mercado do ouro começou a subir para mais de US$ 35). Nessa mesma medida, tornou-se vantajoso para os bancos centrais exigir do Tesouro norte-americano a conversão de dólares em ouro. Os países industrializados, por essa razão, criaram

[59] Embora esse seja um tema corrente ao longo deste livro, sua particular relevância no período de Bretton Woods é enfatizada por Fred Block (1977).

[60] Sobre essas iniciativas, ver Roosa (1965) e Schoorl (1995).

[61] A Alemanha proibiu o pagamento de juros apenas sobre novos depósitos de estrangeiros, enquanto os suíços, na verdade, impuseram um imposto de 1% sobre os depósitos de estrangeiros.

o "Gold Pool", estabelecido em um acordo pelo qual eles se comprometeram a não converter seus dólares e a vender ouro de suas reservas, em um esforço para aliviar as pressões sobre os Estados Unidos.[62]

Essa ajuda externa teve um custo para os governos e bancos centrais envolvidos, pois eles não tinham qualquer garantia de receber o pagamento em dia de seus créditos de curto prazo.[63] Eles estavam relutantes em oferecer ajuda, a menos que os países beneficiários se comprometessem com um ajuste, garantindo que a ajuda seria em montante limitado e que produziria os resultados desejados. Quando os Estados Unidos se negaram a subordinar outros objetivos econômicos e políticos à defesa do preço do ouro em dólares, seus parceiros se mostraram menos dispostos a emprestar apoio à moeda norte-americana. Grã-Bretanha, Suíça e os membros da Comunidade Econômica Européia tinham contribuído com um total de 40% do ouro vendido no mercado londrino; quando a relutância dos norte-americanos em promover um ajuste ficou evidente, aqueles países concluíram que seriam forçados a contribuir com uma fração cada vez maior do total. A França, cética como sempre em relação a esse tipo de acordo, abandonou o "Gold Pool" em junho de 1967, obrigando os Estados Unidos a aumentar sua participação. Quando a desvalorização da libra comprometeu a confiança no dólar, forçando os membros do "pool" a vender US$ 800 milhões de ouro em um mês, o destino estava escrito. O fim do acordo veio na primavera seguinte. Para impedir o esgotamento do ouro do Fed, permitiu-se a elevação do preço do metal em transações entre particulares, embora o preço pelo qual ele era negociado em transações oficiais fosse mantido inalterado. Quando o preço nos mercados privados disparou para mais de US$ 40, passou a ser consideravelmente vantajoso para outros bancos centrais obter ouro do Fed por US$ 35 a onça. O custo do suporte ao dólar tornou-se claro aos olhos de outros bancos centrais. A conseqüência lógica foi o colapso do sistema monetário internacional estabelecido em Bretton Woods.

[62] Na prática, o esquema foi implementado através de bancos centrais estrangeiros, e o BIS ficou encarregado de dar empréstimos em moedas estrangeiras e dólares. Normalmente, o Fed tomava empréstimos para adquirir dólares mantidos no exterior, em vez de vender ouro.

[63] Quando os créditos de curto prazo obtidos através do mecanismo do "Gold Pool" começaram a maturar, o Tesouro norte-americano tentou colocar bônus Roosa (bônus do governo garantidos contra perdas de capital devidas à desvalorização do dólar) junto a bancos centrais estrangeiros, aumentando o prazo de vencimento dos empréstimos tomados. Este, portanto, é um exemplo de uma situação na qual a tomada de empréstimos de curto prazo não foi honrada rapidamente. Ver Meltzer (1991).

Esse colapso vinha sendo adiado há anos porque os Estados Unidos haviam reforçado os controles de capital. Depois da adoção dos *Impostos de Equalização de Juros* em setembro de 1964, veio a aplicação de restrições sobre transferências de recursos de bancos e empresas para o exterior, conforme descrito acima. Esses controles foram apertados em 1965, coincidindo com a escalada do envolvimento norte-americano no Vietnã, e, novamente, em 1966 e 1968.

A BATALHA EM DEFESA DA LIBRA

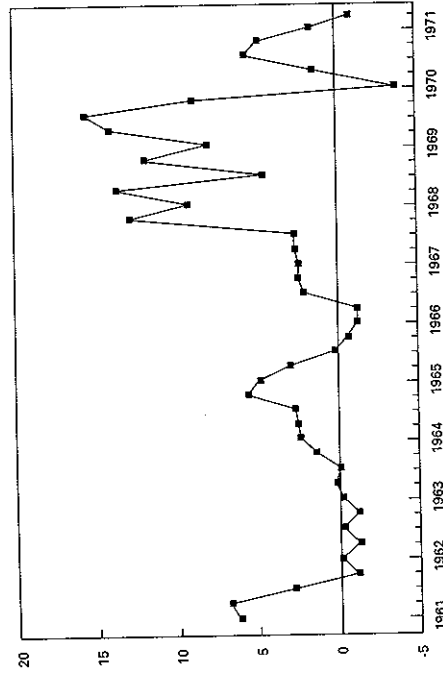
Duas manifestações dessas pressões foram as batalhas em defesa da libra esterlina e do dólar norte-americano. Como vimos acima, o esforço para tornar e manter a libra conversível nas transações em contas correntes datava de 1947. Os Estados Unidos viram a libra como a primeira linha de defesa do dólar. A libra permaneceu como a segunda mais importante moeda de reserva; para os países membros da Commonwealth britânica, ela era a principal forma de reservas internacionais. Se a libra fosse desvalorizada, isso abalaria a confiança em todo o sistema de reservas monetárias. Poucos observadores tinham esquecido 1931, quando o abandono do padrão pela Grã-Bretanha tinha feito com que os fundos de investimento abandonassem suas posições em dólares e obrigado o Fed a elevar suas taxas de juro.

Os governos britânicos, ao procurar defender a taxa de câmbio de US$ 2,80, operavam sob sérias limitações. A produção do país crescia lentamente em comparação com a da Europa ocidental e dos Estados Unidos.[64] A estrutura fragmentada do movimento sindical britânico tornava difícil coordenar as negociações, conter os salários e fomentar investimentos na linha mais corporativista de outros estados europeus. O passivo externo era grande e os esforços para preservar o status de moeda de reserva da libra esterlina aumentavam a vulnerabilidade financeira do país. Se alguma nação tinha um argumento para deixar sua moeda flutuar, esta era a Grã-Bretanha. A possibilidade de tornar a libra conversível e seu câmbio flutuante foi considerada em 1952 (através de uma proposta que veio a ser conhecida como Plano ROBOT, uma sigla derivada dos nomes de seus proponentes: Rowan, Bolton e Otto Clarke), porém rejeitada em razão dos temores de que uma libra flutuante seria instável e de que uma depreciação repentina provocaria inflação e turbulência na esfera trabalhista.[65] Em vez disso, a Grã-Bretanha trilhou o longo e áspero caminho que conduziu à retomada da conversibilidade a uma taxa fixa ao final de 1958.

O gráfico 4.2 mostra uma estimativa das taxas de desvalorização esperadas (a probabilidade implícita de desvalorização multiplicada pela dimensão esperada da desvalorização, caso ela viesse a ocorrer).[66] A marcha ascendente

Gráfico 4.2

Taxa esperada de desvalorização da libra frente ao marco alemão, 1961-71

(percentual por ano)

Fontes: Cálculos do autor. Taxas de juros da libra fixadas pelo Banco da Inglaterra, *Quarterly Bulletin*, diversas edições. Outros dados: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

[64] Ela cresceu 2,7% anualmente na década de 50, em comparação com 3,2% nos Estados Unidos e 4,4% na Europa ocidental como um todo. As estatísticas equivalentes para a década de 60 foram 2,8% para o Reino Unido, 4,3% para os Estados Unidos e 4,8% para a Europa ocidental. Calculado a partir de van der Wee (1986).

[65] Segundo essa proposta, permitir-se-ia que a libra flutuasse dentro de uma banda larga, de US$ 2,40 a US$ 3,20. Entretanto, um câmbio flutuante teria desrespeitado os Artigos de Acordo e descartado um acesso aos recursos do Fundo. É verdade que alguns países, especialmente o Canadá, realmente adotaram o câmbio flutuante na década de 50, mas o Canadá registrou entradas de capital durante o período, e nunca chegou a contemplar a possibilidade de recorrer a saques do FMI.

[66] Essas estimativas foram obtidas através do método do ajuste de tendência — ou seja, subtraindo a taxa esperada de desvalorização do câmbio dentro da banda (calculada fazendo a regressão da taxa de câmbio efetiva em função de um termo constante e da posição da taxa dentro da banda) do percentual de desconto a termo. Os valores plotados no gráfico 4.2 foram obtidos utilizando uma regressão que inclui uma variável fictícia para o período anterior ao terceiro trimestre de 1967 como uma variável independente adicional (embora

das expectativas de desvalorização em 1961 é notável. O crescimento havia acelerado no período de 1959-60, fomentando importações e transformando um modesto superávit na conta corrente em um déficit substancial. Problemas de competitividade de preços impediam que as exportações reagissem. As receitas dos serviços exportados haviam estagnado, numa preocupante repetição do que ocorrera em 1931. O buraco foi preenchido pela entrada de capitais de curto prazo atraídos por taxas de juro mais elevadas. A taxa de redesconto do Banco da Inglaterra foi aumentada em um ponto percentual, para 5%, em janeiro de 1961, e em mais dois pontos percentuais em junho. Depois de ser reduzida para 5,5% e 5%, em outubro e dezembro, respectivamente, ela foi trazida de volta para 7% em julho seguinte. Os aumentos nas taxas de juros foram acompanhados de um aperto fiscal. O orçamento aprovado em abril de 1961 pelo governo projetava uma diminuição no déficit global. Em julho, o ministro das Finanças anunciou uma sobretaxa de 10% sobre as taxas de importação e diversos cortes nos gastos. Como mostra o gráfico 4.2, essas medidas conseguiram acalmar os mercados.

Este era o tipo de política de contenção de despesas que os países normalmente evitavam tomar no cenário de Bretton Woods. A Grã-Bretanha não era exceção; as medidas de austeridade adotadas em 1961 não foram particularmente grandes. De qualquer forma, as medidas fiscais foram qualificadas como temporárias. Tolerou-se que o desemprego subisse apenas de 1,6% em 1961 para 2,1% em 1962. A política foi ajustada apenas o suficiente para mostrar à comunidade internacional a firmeza do governo. Em março de 1961, os bancos centrais europeus fizeram uma pesada intervenção em defesa da libra. A Grã-Bretanha sacou US$ 1,5 bilhões do FMI, que colocou outros US$ 500 milhões à disposição do país na forma de um acordo de "stand-by". Pode-se dizer que tanto a ajuda externa quanto as medidas domésticas tranqüilizaram os mercados.

O ano de 1962 transcorreu sem acidentes de percurso, mas 1963 foi marcado por eventos como o inverno mais rigoroso em mais de um século

seu coeficiente resulte pequeno e estatisticamente insignificante). Os controles de capital implicam complicações para esta abordagem, uma vez que as diferenças nas taxas de retorno denominadas em moedas domésticas em relação à libra e ao dólar incorporarão não apenas expectativas de mudanças no câmbio, como também os custos de driblar os controles. Embora o emprego de diferenciais de euromoedas contorne este problema, introduz outro, uma vez que durante o intervalo inicial desse período os euromercados eram relativamente rarefeitos. A despeito dessa ressalva, foram obtidos resultados bastante similares nos cálculos utilizando diferenciais de juros no euromercado, em vez do desconto a termo.

(que fez crescer o desemprego), o veto de De Gaulle à participação da Grã-Bretanha na Comunidade Econômica Européia e a incerteza pré-eleitoral. Em janeiro de 1964 registrou-se um déficit recorde no comércio de mercadorias, ao mesmo tempo em que a economia novamente crescia rapidamente e o governo conservador mostrava-se relutante em adotar medidas deflacionárias às vésperas de uma eleição. Em outubro aconteceu a eleição do primeiro governo trabalhista em treze anos.

O recém-formado gabinete de Harold Wilson rejeitou a desvalorização. Ele temia as conseqüências inflacionárias em uma economia já se aproximando do pleno emprego e receava que o Partido Trabalhista ficasse estigmatizado como o partido que habitualmente desvalorizava a moeda.[67] A única alternativa disponível para o governo era impor medidas fiscais deflacionárias, o que ele hesitava em fazer. Quando essa relutância foi confirmada no discurso em que o ministro das Finanças divulgou o orçamento, em novembro, a crise se agravou. Ela foi superada apenas quando o governo apertou os controles de capital e obteve um crédito de "stand-by" de US$ 1 bilhão junto ao FMI e uma linha de crédito adicional de US$ 3 bilhões junto a onze países. Os Estados Unidos insistiram com os britânicos para que evitassem a desvalorização, temendo que o contágio das pressões especulativas pudesse afetar o dólar, e assumiram a liderança na organização de um apoio externo.

Mas, na ausência de ajustes mais fundamentais, a ajuda externa podia apenas retardar o inevitável. O gráfico 4.2 indica não apenas uma renovada tendência de baixa (linha ascendente, no gráfico) em 1966, mas também que as expectativas cada vez mais pessimistas foram contidas na primeira metade de 1967 por medidas de austeridade fiscal e créditos estrangeiros adicionais de US$ 1,3 bilhão. O fechamento do Canal de Suez durante a Guerra dos Seis Dias, em 1967, ao sinalizar novas perturbações no comércio, não facilitou as coisas, mas Wilson tinha esperanças de poder superar as dificuldades, prevendo que a economia americana logo começaria a registrar um crescimento acelerado, pois 1968 seria um ano eleitoral. Entretanto, quando Maurice Couve de Murville, o ministro francês das Relações Exteriores — desapontado com o fato de o governo britânico não ter adotado medidas adequadas de ajuste —, manifestou dúvidas em relação à estabilidade da li-

[67] Ver Cairncross e Eichengreen (1983), p. 164. Esse motivo de oposição à desvalorização por parte de governos de esquerda é um lugar-comum. Ver, para uma comparação, no capítulo 5, uma abordagem à atitude do governo socialista francês em 1981.

bra, suscitando incertezas sobre se seria razoável esperar ajuda externa adicional, as condições sofreram uma sensível deterioração.[68]

Diante desse cenário, ocorreram fugas de capital. O FMI condicionou a concessão de créditos à adoção de rigorosas medidas deflacionárias, algo que o governo britânico relutava em aceitar. Isso não deixou alternativas à desvalorização. O valor da libra no exterior caiu 17% em 18 de novembro de 1967. Num reflexo da liberalização dos mercados de capital e da velocidade de evolução dos acontecimentos, o FMI foi avisado com apenas uma hora de antecedência (quando, em 1949, fora avisado 24 horas antes).

A crise do dólar

Em outubro de 1960, o preço do ouro nos mercados privados disparou para até US$ 40 por onça. A vitória de John F. Kennedy na eleição presidencial no mês seguinte resultou em fugas de capital e em novos aumentos no preço do ouro em dólares. Foi como se os mercados, repetindo sua reação à eleição de Roosevelt em 1932, temessem que o novo presidente, que havia prometido aos norte-americanos "pôr o país novamente em movimento", pudesse considerar necessário desvalorizar o dólar.[69]

O fato de os mercados reagirem dessa maneira é indicativo de como o mundo tinha mudado desde a década de 40, quando os US$ 35 por onça de ouro pareciam um referencial imutável.[70] A dinâmica do Sistema de Bretton Woods, que, nos Estados Unidos, gerara reservas mediante a acumulação de passivos oficiais no exterior sobre cada vez menos ouro, colocou a moeda numa posição cada vez mais semelhante à da libra esterlina no período que se seguiu à Segunda Guerra Mundial. As conseqüências seriam administráveis apenas se os Estados Unidos fortalecessem sua conta corrente; como haviam

[68] Os leitores familiarizados com a história financeira recente reconhecerão o paralelo com os comentários feitos por Helmut Schlesinger, presidente do Bundesbank, em 1992. A inexistência de condições de crise até as semanas finais antes da desvalorização assemelham-se tanto a 1931 como a 1992 (como veremos no próximo capítulo). As memórias do primeiro-ministro Wilson confirmam a impressão resultante de nossas estimativas das expectativas de desvalorização: de que os mercados não atribuíam uma probabilidade significativa à desvalorização até imediatamente antes da crise. Wilson (1971), p. 460.

[69] Na verdade, Kennedy se opunha totalmente a isso, considerando a estabilidade do dólar como uma questão de prestígio. Ver Sorensen (1965), pp. 405-10.

[70] A mensagem foi reforçada quando alemães e holandeses promoveram uma revalorização de 5% em 5 de março de 1961, novamente sugerindo que, em lugar do dólar, poderia haver outras moedas mais atraentes nas quais investir.

feito no Reino Unido na década de 40, os observadores especularam que poderia ser necessário promover uma desvalorização. O governo norte-americano, como ocorrera anteriormente com o governo britânico, procurou conter a pressão adotando controles sobre a movimentação de capitais, e em seguida, ao se aproximar o fim, aplicando uma sobretaxa às importações.

Antes de deixar o cargo em janeiro de 1961, o presidente Dwight D. Eisenhower assinou uma ordem executiva proibindo os norte-americanos de manter ouro no exterior. Kennedy, então, proibiu os cidadãos norte-americanos de guardar moedas de ouro. Ele promoveu um aumento de pessoal responsável por assuntos de comércio nas embaixadas norte-americanas, num esforço para aumentar as exportações. As exigências para concessão de vistos foram simplificadas, numa tentativa de elevar as receitas do turismo, e foram ampliadas as linhas de seguro de créditos de exportação do *Export-Import Bank*. O Tesouro realizou experiências com a emissão de bônus denominados em moedas estrangeiras e o Federal Reserve, como agente do Tesouro, interveio no mercado a termo.[71] Em 1962, com o objetivo de estimular a manutenção de saldos oficiais em dólar, o Congresso eliminou os limites que tinham sido impostos aos depósitos a prazo mantidos por autoridades monetárias estrangeiras. Os Impostos de Equalização de Juros sobre as compras norte-americanas de títulos emitidos por outros países industrializados, propostos em julho de 1963 e implementados em setembro de 1964, diminuíram o rendimento, após a dedução dos impostos, dos títulos estrangeiros de longo prazo em aproximadamente 1%. Em 1965 foram adotadas restrições voluntárias sobre as concessões de empréstimos no exterior pelos bancos comerciais norte-americanos e estendidas às companhias de seguros e fundos de pensão. Em janeiro de 1968, algumas dessas restrições sobre intermediários financeiros passaram a ser obrigatórias.

O elenco de artifícios aos quais recorreram as administrações Kennedy e Johnson tornou-se, inquestionavelmente, motivo de grande embaraço. Elas admitiam a gravidade do problema do dólar, embora demonstrassem uma disposição para atacar apenas os sintomas, e não as causas. Enfrentar as causas exigiria promover uma reforma no sistema internacional de uma maneira que reduziria o papel do dólar como moeda de reserva, algo que os Estados Unidos ainda não estavam dispostos a contemplar.

O que permitiu manter essa situação, de outra forma insustentável, foi

[71] Em 1962, o Federal Reserve retomou suas intervenções no mercado de câmbio por sua própria iniciativa pela primeira vez desde a Segunda Guerra Mundial.

a cooperação internacional. Já examinamos um exemplo desse tipo de colaboração: o "London Gold Pool". Além disso, em 1962-63, o Federal Reserve negociou uma série de acordos de "swap" através dos quais os bancos centrais estrangeiros concediam empréstimos de suas moedas. O Fed promoveu intervenções nos mercados à vista e a termo para dar sustentação ao dólar, e o Bundesbank, banco central alemão, e outros bancos centrais europeus engajaram-se em uma intervenção coordenada com o mesmo objetivo. Os bancos centrais estrangeiros adquiriram os bônus Roosa (bônus do governo norte-americano garantidos contra perdas de capital resultantes de desvalorizações do dólar, assim denominados em referência a Robert Roosa, subsecretário do Tesouro norte-americano) a despeito da limitada negociabilidade dos mesmos.

Em última instância, a ameaça americana era "chutar o pau da barraca": desestabilizar os sistemas de comércio e monetário, caso os bancos centrais estrangeiros não dessem apoio ao dólar e os governos estrangeiros não estimulassem as importações de mercadorias dos Estados Unidos. Os governos estrangeiros deram sustentação ao dólar porque ele era o eixo do Sistema de Bretton Woods, e porque não havia um consenso em torno de como esse sistema poderia ser reformado ou substituído.

Mas os governos e bancos centrais estrangeiros não estavam dispostos a ceder ilimitadamente. Nenhum deles, em meio ao clima predominante de incertezas em relação a reformas, via com bons olhos o colapso do Sistema de Bretton Woods, mas poderia chegar um momento em que as medidas necessárias para defendê-lo fossem inaceitáveis. A idéia de que o Bundesbank poderia engajar-se em operações de compra de dólares em larga escala, por exemplo, despertou nos alemães temores em relação à inflação. Para que a Alemanha desse sustentação ao dólar através de intervenções no câmbio seria necessário que os preços na Alemanha e nos Estados Unidos subissem juntos no médio prazo. Apesar de a inflação norte-americana não ser ainda excessiva do ponto de vista alemão, havia o risco de que isso viesse a ocorrer, especialmente se a escalada na Guerra do Vietnã fizesse com que os Estados Unidos subordinassem a defesa da estabilidade de preços e do câmbio a outros objetivos. E quanto maior o apoio estrangeiro, mais forte a tentação, para os Estados Unidos, de desconsiderar as conseqüências de suas políticas na inflação e no balanço de pagamentos; e menos aceitáveis as conseqüências para a Alemanha, que temia a inflação, e para a França, que recordava a recusa de outros países a ajudar a financiar as campanhas militares francesas. O fato de que essa cooperação foi estabelecida sobre uma base improvisada, e não através do FMI, tornou muito mais difícil implementar efetivamente a condicionalidade. Isso deixou os governos estrangeiros menos confiantes de que poderiam esperar ajustes na política norte-americana.

Na verdade, não são absolutamente convincentes as evidências de inflação excessiva, expansão monetária e déficits orçamentários nos Estados Unidos.[72] Entre 1959 e 1970, o período da conversibilidade no Sistema de Bretton Woods, a inflação nos Estados Unidos, de 2,6%, era menor do que a de qualquer outro país do G-7. A taxa de expansão monetária, medida pelo M1, foi menor nos Estados Unidos do que nos demais países do G-7 em cada ano entre 1959 e 1971.[73] E a despeito das queixas generalizadas sobre a frouxidão da política fiscal dos Estados Unidos, os déficits orçamentários norte-americanos não eram excepcionalmente grandes.[74]

Como, então, poderia a inadequada disciplina monetária e fiscal nos Estados Unidos ter provocado uma corrida contra o dólar? A resposta é que não foi suficiente para os Estados Unidos simplesmente nivelar sua taxa de inflação com as de outros países. Depois de equacionada a reconstrução do pós-guerra, as economias mais pobres da Europa e o Japão podiam crescer mais rapidamente do que a dos Estados Unidos simplesmente em virtude de terem partido de um patamar inferior ao do líder em tecnologia. E os países de crescimento rápido, partindo de níveis inferiores de renda, podiam aceitar taxas de inflação relativamente aceleradas (conforme aferidas por medidas válidas para a economia como um todo, como o deflator do PNB). À medida que as rendas cresceram, aumentou o preço relativo dos serviços, setor no qual a margem para um crescimento de produtividade é menor (um fenômeno denominado *efeito Balassa-Samuelson*). Uma vez que poucos produtos do setor de serviços são comercializados internacionalmente, a elevação relativamente rápida nos preços setoriais apareceu no deflator do PNB, mas não comprometeu a competitividade. Por isso, a Europa e o Japão, que estavam crescendo mais rapidamente do que os Estados Unidos, podiam incor-

---

72 Este fato é enfatizado por Cooper (1993).

73 Se os números forem ajustados para se levar em conta a taxa de crescimento mais rápida da produção (e da demanda por dinheiro) fora dos Estados Unidos, o quadro se modifica apenas ligeiramente; 1961 foi o último ano no qual a taxa de crescimento dos meios de pagamento menos a taxa de crescimento da produção no restante dos países do G-7 foi menor do que nos Estados Unidos, e, ainda assim, apenas marginalmente. E o comportamento dessas variáveis não prenunciava uma aceleração da inflação para o futuro. O diferencial, para maior, nas taxas de crescimento dos meios de pagamento nos demais países do G-7 em relação à dos Estados Unidos cresceu nos anos finais do Sistema de Bretton Woods.

74 Sobre política monetária, inflação e déficits orçamentários, ver Darby, Gandolfi, Lothian, Schwartz e Stockman (1983), e Bordo (1993).

rer em taxas de inflação mais altas.[75] O Japão, por exemplo, registrou taxas de inflação que eram altas pelos padrões internacionais durante todo o período de Bretton Woods (ver gráfico 4.3).

Ao absorver dólares, em vez de obrigar os Estados Unidos a desvalorizar sua moeda, os bancos centrais estrangeiros permitiram que suas taxas de inflação aumentassem ainda mais.[76] Mas havia limites para esse processo: a Alemanha, por exemplo, não estava disposta a aceitar taxas de inflação muito superiores a 3%.[77] Na ausência de mudanças na taxa de câmbio do dólar, a inflação nos Estados Unidos, portanto, tinha que ser mantida significativamente abaixo daquele nível. Embora a Alemanha tivesse promovido uma revalorização modesta em 1961 e 1969, havia uma hesitação, pelas razões detalhadas acima, em modificar as taxas de câmbio. Poderia ocorrer um ajuste apenas fazendo a taxa de inflação norte-americana baixar a um patamar inferior ao dos demais países do G-7.[78] E em um mundo de mercados líquidos, até mesmo uma pequena divergência de políticas sustentáveis poderia provocar uma crise.[79]

[75] Esta mesma questão surge em nossa discussão sobre as causas da crise no Sistema Monetário Europeu em 1992. Uma explicação comumente dada para essa crise concentra-se na análise da inflação em países como Espanha e Portugal. Mas, pelo fato de estes serem dois dos países de receitas relativamente baixas que registravam os mais rápidos crescimentos na Comunidade Européia, o diferencial de inflação pode, novamente, exagerar a perda de competitividade em conseqüência do efeito Balassa-Samuelson.

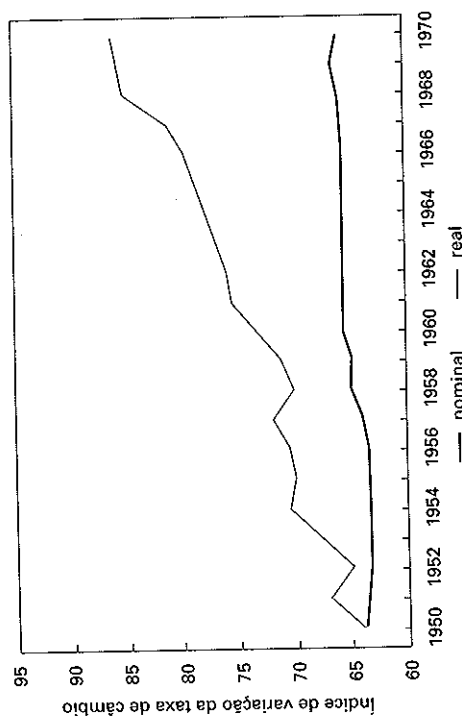
[76] Esta é uma maneira de compreender como a inflação norte-americana podia ser menor do que a inflação no exterior, e como os Estados Unidos podiam, mesmo assim, ser o motor do processo.

[77] A taxa média de crescimento do deflator do PIB alemão foi de 3,2% durante o período da conversibilidade acordada em Bretton Woods. A média para os países do G-7 foi de 3,9%. Novamente, ver Bordo (1993).

[78] Os paralelos com a crise do Sistema Monetário Europeu (SME) de 1992 são notáveis. Em 1992, foi novamente necessário que os níveis de preços em outros países subissem menos rapidamente do que na Alemanha, resultante, naquela instância, do redirecionamento da demanda para os produtos da indústria alemã associados à unificação da Alemanha. Em razão de o Bundesbank recusar-se a aceitar uma aceleração substancial da inflação, e não estar disposto a modificar as taxas de câmbio no âmbito da CE, poderia ocorrer um ajuste apenas através de deflação no exterior, algo que os parceiros da Alemanha no SME julgavam de difícil materialização (como os Estados Unidos haviam feito na década de 60). Em 1991-92, as taxas de inflação em outros países do SME, como a França, caíram efetivamente abaixo da taxa de inflação alemã, porém não na margem necessária para a obtenção da estabilidade no balanço de pagamentos e no câmbio. Em todos esses aspectos, portanto, o dilema desses países era semelhante ao enfrentado pelos Estados Unidos na década de 60.

[79] Peter Garber (1993) mostra como o efeito cumulativo de pequenas divergências políticas culminou em um ataque especulativo contra o dólar em 1971.

Gráfico 4.3

Taxa de câmbio real e nominal do iene japonês, 1950-70

Fonte: Penn World Table (mark V), descrito em Summers e Heston (1991). Observação: O índice de variação da taxa de câmbio real é igual ao nível de preços no Japão dividido pela média geométrica do nível de preços do dólar em onze países da OCDE.

Na primavera de 1971, registraram-se enormes fluxos do dólar para o marco alemão. A Alemanha, temendo a inflação, interrompeu a intervenção e permitiu que o marco flutuasse para patamares mais elevados. A Holanda fez o mesmo. Outras moedas européias foram apreciadas. Mas o abandono de posições em dólares, uma vez iniciada a fuga, não foi contido com facilidade. Na segunda semana de agosto, a imprensa noticiou que a França e a Grã-Bretanha planejavam converter dólares em ouro. Durante o fim de semana de 13 de agosto, a administração Nixon fechou o guichê do ouro, suspendendo o compromisso de entregar ouro a governos credores em dólares a US$ 35 por onça ou a qualquer outro preço. O governo americano impôs uma sobretaxa de 10% sobre a importação de mercadorias para pressionar outros países a valorizar suas moedas, dessa forma poupando-se do embaraço de precisar desvalorizar o dólar. Em vez de realizar consultas com o FMI, os Estados Unidos comunicaram sua decisão ao diretor-gerente do Fundo como um fato consumado.

Ao longo dos quatro meses seguintes, os países industrializados envolveram-se em prolongadas negociações sobre a reestruturação do sistema monetário internacional, que culminaram com um acordo obtido na Conferência Smithsoniana, em Washington. Por insistência dos países europeus, a des-

valorização do dólar foi limitada a modestos 8%. O restante da mudança nos preços relativos foi implementado através da valorização do iene, do franco suíço, do marco alemão e das moedas do Benelux. As bandas de flutuação foram alargadas de 1% para 2,25%. A sobretaxa nas importações norte-americanas foi eliminada. Mas os Estados Unidos não se sentiam compelidos a reabrir o guichê do ouro; se as âncoras cambiais fossem mantidas, isto agora ocorreria unicamente como resultado da intervenção dos governos e dos bancos centrais importantes. O ajuste dependeria dos efeitos da valorização das moedas européias que havia ocorrido no verão de 1971.

Evidentemente, nada de fundamental havia mudado, a despeito da declaração de Nixon — em retrospecto, eivada de ironia — de que o Acordo Smithsoniano era "o mais importante acordo monetário na história do mundo". O dilema de Triffin não tinha sido eliminado; o valor em dólares das reservas mundiais de ouro tinha sido elevado apenas marginalmente. A valorização das moedas européias melhorou a competitividade das exportações norte-americanas, mas em vista da não-implementação de ajustes em outras políticas, o efeito foi apenas temporário. A política norte-americana permaneceu excessivamente expansionista para que fosse compatível com o atrelamento do dólar a moedas estrangeiras; os agregados monetários cresceram a mais de 6% ao ano, à medida que se aproximavam as eleições norte-americanas de 1972. Agora que o dólar fora, por uma vez, desvalorizado, não havia razões para duvidar de que isso pudesse ocorrer novamente.

Outro ataque à libra, provocado pelas políticas inflacionárias do primeiro-ministro britânico Edward Heath, obrigou a Grã-Bretanha a deixar sua moeda flutuar fora dos limites de sua banda smithsoniana em 1972. Isso preparou o terreno para a cena final. A fuga de posições em dólares no início de 1973 levou a Suíça e outros países a deixar que suas moedas flutuassem. Foi negociada uma segunda desvalorização do dólar — em 10% em relação às principais moedas européias e em maior percentual frente ao iene —, porém sem assegurar aos mercados que o desequilíbrio fundamental tinha sido eliminado. A fuga das posições em dólares ganhou novo alento e, desta vez, a Alemanha e seus parceiros na CEE deixaram, em conjunto, que suas moedas flutuassem para níveis mais elevados. O sistema monetário internacional estabelecido em Bretton Woods deixara de existir.

As lições de Bretton Woods

Em 1941, John Maynard Keynes, no enunciado que serve de epígrafe a este capítulo, rejeitou a noção de que haveria um mecanismo automático de ajuste no balanço de pagamentos, qualificando a idéia como "uma fantasia doutrinária". Esta não foi a primeira vez em que ele enxergou o futuro com notável presciência. Não resta quase nenhuma dúvida sobre a existência de um mecanismo desse tipo no passado. No cenário do padrão ouro anterior à guerra, quando um país registrava um déficit externo, o mecanismo do fluxo de moedas metálicas — segundo o qual déficits faziam diminuir os estoques de dinheiro e crédito, reprimindo a demanda por importações e restaurando automaticamente o equilíbrio nas contas externas — entrava em funcionamento. A queda na demanda por importações, naturalmente, não era resultado de saídas de ouro em larga escala, mas uma conseqüência de taxas de redesconto mais elevadas e de outras medidas políticas restritivas. Keynes estava certo em dizer que isto dificilmente poderia ser qualificado como "laissez-faire"; o mecanismo dependia de gerenciamento por parte de bancos centrais e era função de condições políticas.

Quando a conversibilidade em conta corrente foi restabelecida no final de 1958, a idéia de que tal mecanismo ainda existia era, com efeito, uma fantasia. Mudanças na conjuntura política tornaram difícil para os bancos centrais e governos eliminar déficits nos pagamentos através de apertos nas condições financeiras. A alternativa desenvolvida na década de 50 — ajustamentos na velocidade com que os controles eram abrandados — tinha sido sempre considerada como temporária. Ela era viciada pelo restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes e pela expansão dos euromercados e outras inovações financeiras que tornavam cada vez mais difícil aplicar controles de capital.

Com isso, restaram apenas os ajustes de paridade como recurso para anular um desequilíbrio. E o Acordo de Bretton Woods procurara desestimular esses ajustes. Os Artigos do Acordo desencorajavam ajustes antecipatórios. Eles obrigavam os governos a desmentir que estariam contemplando promover mudanças na paridade e a ficar em posição embaraçosa caso fossem obrigados a uma desvalorização. Na medida em que a mobilidade internacional do capital se intensificou ao longo da década de 60, o conflito se aguçou. Os governos que os mercados julgavam estar contemplando uma desvalorização de suas moedas as expunham a ataques especulativos. Sinais de uma disposição para promover uma desvalorização geravam expectativas de que as autoridades poderiam repetir a desvalorização, tendo em vista a manifesta relutância das mesmas em adotar políticas deflacionárias. Isso resultou em uma recusa absoluta a promover desvalorizações. A inadequação dos mecanismos de ajuste disponíveis e a enorme dificuldade de operar um sistema de câmbio fixo em face de capitais de extrema mobilidade é a primeira lição de Bretton Woods.

O fato de que esse sistema, apesar de tudo, funcionasse, é prova da cooperação internacional que atuava a seu favor. Essa é a segunda lição de Bretton Woods. Diferentemente do que ocorreu no final do século XIX, quando a ajuda externa era limitada a circunstâncias nas quais a estabilidade do sistema era ameaçada, a cooperação entre governos e bancos centrais era contínua. Ela se dava no contexto de uma aliança na qual os Estados Unidos, a Europa ocidental e o Japão eram parceiros na Guerra Fria. Outros países davam apoio ao dólar e, portanto, ao Sistema de Bretton Woods, em troca de os Estados Unidos arcarem com uma parcela desproporcional dos gastos com defesa. Uma terceira lição de Bretton Woods é, portanto, que a cooperação em apoio a um sistema de taxas cambiais fixas será mais ampla quando for parte de uma teia de mútuas vantagens políticas e econômicas.

Mas havia limites para a Europa e o Japão. Os gastos militares norte-americanos no Sudeste Asiático lhes eram menos palatáveis do que os compromissos em relação à OTAN. Na medida em que o apoio ao dólar passou a colocar em risco a estabilidade dos preços e outros objetivos econômicos domésticos, a Alemanha e outros países industrializados mostraram-se cada vez mais reticentes. No século XIX, a cooperação internacional era viável — e a necessidade de cooperação era limitada — porque não havia razão para duvidar do compromisso fundamental dos governos para com a defesa de suas paridades com o ouro. Não havia dúvidas de que, em última instância, os governos e bancos centrais tomariam as medidas necessárias para implementar ajustes, o que reduzia a necessidade de ajuda externa. No cenário de Bretton Woods, em contraste, havia motivos para duvidar de que esses ajustes ocorreriam. A cooperação, embora ampla, batia de frente contra limites inarredáveis. A inevitabilidade de tais limites em um ambiente politizado é a quarta lição de Bretton Woods.

5. DO CÂMBIO FLUTUANTE À UNIFICAÇÃO MONETÁRIA

A moeda é nossa, mas o problema é de vocês.

John Connally
Secretário do Tesouro norte-americano

O fim do sistema monetário internacional de Bretton Woods em 1973 foi um divisor de águas. Ainda mais do que a reconstrução do padrão ouro em 1925 ou a restauração da conversibilidade em 1958, o fim de Bretton Woods transformou as questões monetárias internacionais. A partir do momento em que os bancos centrais e governos se deram conta da existência do instrumento que veio a ser denominado política monetária, a estabilidade da taxa de câmbio passou a ser o objetivo mais importante desse instrumento. A política monetária foi usada para ancorar a taxa de câmbio, exceto durante períodos excepcionais e limitados de guerra, reconstrução e depressão. Em 1973, a política monetária desprendeu-se dessas amarras e permitiu-se que as taxas de câmbio flutuassem.

Essa transição foi uma conseqüência do aumento da mobilidade internacional do capital. Durante os anos de Bretton Woods, os controles de capital tinham assegurado alguma imunidade em face de pressões nos balanços de pagamentos aos governos que sentiam uma necessidade de orientar a política monetária para outros alvos. Os controles proporcionavam a margem de folga para organizar de modo controlado as alterações no câmbio ajustável. Os formuladores de políticas podiam contemplar mudanças na âncora cambial sem provocar um maremoto desestabilizador nos fluxos internacionais de capital. Mas a eficácia dos controles tinha sido minada ao longo das décadas precedentes. A recuperação dos mercados financeiros e das transações internacionais dos efeitos negativos da depressão e da guerra tinha sido retardada, mas na década de 60 essa retomada já conquistara bastante terreno. Com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, passou a ser difícil distinguir e isolar compras e vendas de moeda estrangeira relacionadas a transações em contas correntes e de capital. Os participantes no mercado encontraram novas e espertas maneiras de contornar as barreiras aos fluxos de capital internacional.

O fato de que esse sistema, apesar de tudo, funcionasse, é prova da cooperação internacional que atuava a seu favor. Essa é a segunda lição de Bretton Woods. Diferentemente do que ocorreu no final do século XIX, quando a ajuda externa era limitada a circunstâncias nas quais a estabilidade do sistema era ameaçada, a cooperação entre governos e bancos centrais era contínua. Ela se dava no contexto de uma aliança na qual os Estados Unidos, a Europa ocidental e o Japão eram parceiros na Guerra Fria. Outros países davam apoio ao dólar e, portanto, ao Sistema de Bretton Woods, em troca de os Estados Unidos arcarem com uma parcela desproporcional dos gastos com defesa. Uma terceira lição de Bretton Woods é, portanto, que a cooperação em apoio a um sistema de taxas cambiais fixas será mais ampla quando for parte de uma teia de mútuas vantagens políticas e econômicas.

Mas havia limites para a Europa e o Japão. Os gastos militares norte-americanos no Sudeste Asiático lhes eram menos palatáveis do que os compromissos em relação à OTAN. Na medida em que o apoio ao dólar passou a colocar em risco a estabilidade dos preços e outros objetivos econômicos domésticos, a Alemanha e outros países industrializados mostraram-se cada vez mais reticentes. No século XIX, a cooperação internacional era viável — e a necessidade de cooperação era limitada — porque não havia razão para duvidar do compromisso fundamental dos governos para com a defesa de suas paridades com o ouro. Não havia dúvidas de que, em última instância, os governos e bancos centrais tomariam as medidas necessárias para implementar ajustes, o que reduzia a necessidade de ajuda externa. No cenário de Bretton Woods, em contraste, havia motivos para duvidar de que esses ajustes ocorreriam. A cooperação, embora ampla, batia de frente contra limites inarredáveis. A inevitabilidade de tais limites em um ambiente politizado é a quarta lição de Bretton Woods.

5. DO CÂMBIO FLUTUANTE À UNIFICAÇÃO MONETÁRIA

A moeda é nossa, mas o problema é de vocês.

John Connally
Secretário do Tesouro norte-americano

O fim do sistema monetário internacional de Bretton Woods em 1973 foi um divisor de águas. Ainda mais do que a reconstrução do padrão ouro em 1925 ou a restauração da conversibilidade em 1958, o fim de Bretton Woods transformou as questões monetárias internacionais. A partir do momento em que os bancos centrais e governos se deram conta da existência do instrumento que veio a ser denominado política monetária, a estabilidade da taxa de câmbio passou a ser o objetivo mais importante desse instrumento. A política monetária foi usada para ancorar a taxa de câmbio, exceto durante períodos excepcionais e limitados de guerra, reconstrução e depressão. Em 1973, a política monetária desprendeu-se dessas amarras e permitiu-se que as taxas de câmbio flutuassem.

Essa transição foi uma conseqüência do aumento da mobilidade internacional do capital. Durante os anos de Bretton Woods, os controles de capital tinham assegurado alguma imunidade em face de pressões nos balanços de pagamentos aos governos que sentiam uma necessidade de orientar a política monetária para outros alvos. Os controles proporcionavam a margem de folga para organizar de modo controlado as alterações no câmbio ajustável. Os formuladores de políticas podiam contemplar mudanças na âncora cambial sem provocar um maremoto desestabilizador nos fluxos internacionais de capital. Mas a eficácia dos controles tinha sido minada ao longo das décadas precedentes. A recuperação dos mercados financeiros e das transações internacionais dos efeitos negativos da depressão e da guerra tinha sido retardada, mas na década de 60 essa retomada já conquistara bastante terreno. Com o restabelecimento da conversibilidade nas contas correntes, passou a ser difícil distinguir e isolar compras e vendas de moeda estrangeira relacionadas a transações em contas correntes e de capital. Os participantes no mercado encontraram novas e espertas maneiras de contornar as barreiras aos fluxos de capital internacional.

Perdendo esse escudo, a operação de um câmbio fixo porém ajustável revelou-se cada vez mais problemática para os governos e bancos centrais. A mais leve sinalização de que um país estaria considerando uma mudança na paridade poderia submetê-lo a enormes perdas de capital, desestimulando as autoridades a sequer contemplar tal medida. A defesa da paridade, evidentemente, não impediu que as pressões dos balanços de pagamentos sobre o câmbio fixo continuassem a crescer, nem que os mercados contestassem as taxas que suspeitassem ser insustentáveis. Em um mundo de grande mobilidade do capital, a defesa de uma paridade exigia níveis sem precedentes de intervenção nos mercados de câmbio e apoio internacional. Ajuda dessa ordem de grandeza era algo que os países hesitavam em prestar quando duvidavam da disposição e capacidade de um governo para eliminar a causa do desequilíbrio nos pagamentos.

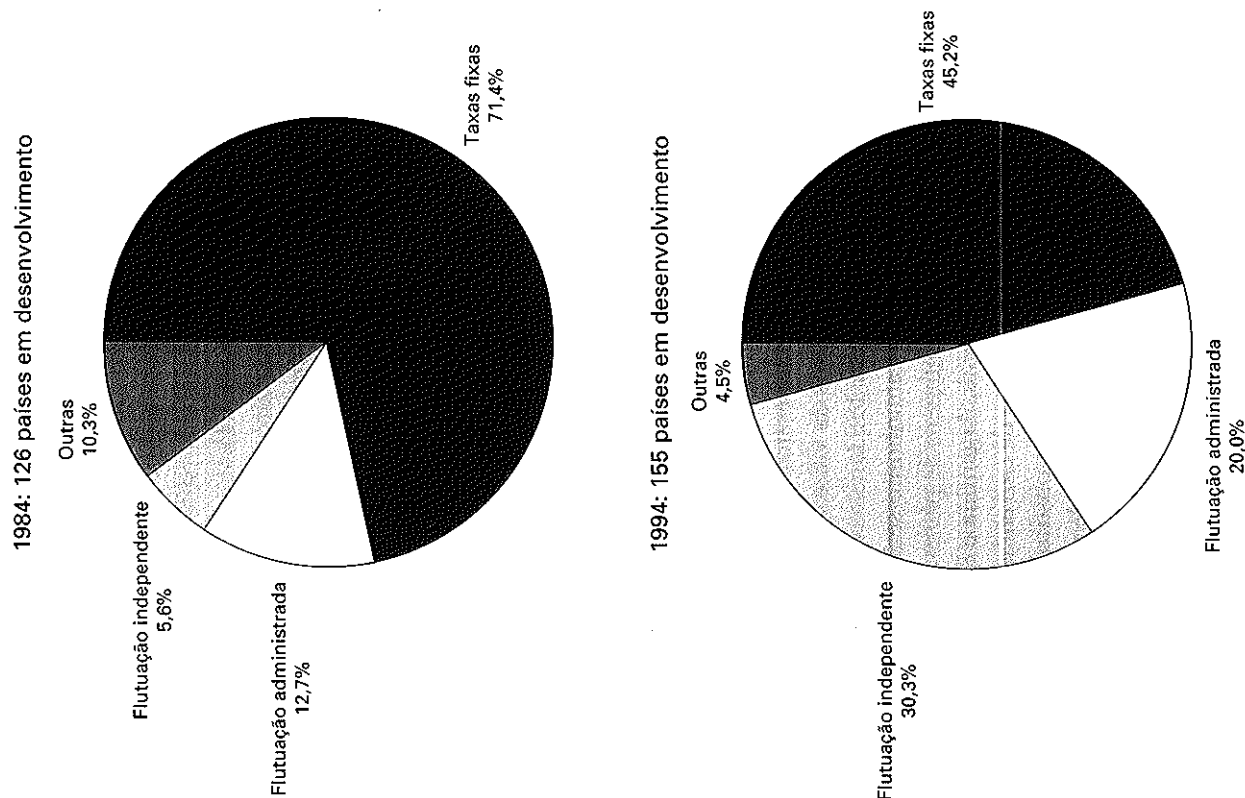
As alternativas a taxas de câmbio ajustáveis eram extremos diametralmente opostos: adotar um câmbio flutuante ou tentar a paridade fixa. Grandes países como os Estados Unidos e o Japão, para os quais a importância das transações internacionais era ainda limitada, optaram pela flutuação. Para eles, as incertezas de um câmbio flutuante, embora não agradáveis, eram toleráveis. Para economias menores e mais abertas, em especial países em desenvolvimento, com mercados financeiros rarefeitos, o câmbio flutuante era ainda mais volátil e desestabilizador. Esses países optaram pela outra alternativa: eles tentaram estabelecer um câmbio fixo. Os países em desenvolvimento praticavam rígidos controles de capital, em um esforço para defender suas âncoras cambiais em relação às moedas de seus principais parceiros de comércio.[1] Os países da Europa ocidental, para os quais o comércio intraeuropeu era excepcionalmente importante e cuja *Política Agrícola Comum* (CAP) poderia ser gravemente prejudicada por oscilações nas taxas de câmbio, procuraram atrelar suas moedas umas às outras, aqui também buscando a proteção de controles. Esses países criaram novas instituições para estruturar a cooperação internacional necessária para sustentar o atrelamento coletivo de suas moedas.

Mas não era possível atrasar os ponteiros do relógio. O permanente desenvolvimento dos mercados financeiros, alavancado pelos progressos nas telecomunicações e nas tecnologias de processamento da informação, prejudicou os esforços para conter os fluxos financeiros internacionais. As tentativas de contenção eram não apenas difíceis, mas também cada vez mais dispendiosas: com o desenvolvimento da competição entre centros financeiros, os países que impunham controles onerosos corriam o risco de perder sua participação no mercado mundial de negócios financeiros para outros concorrentes. Os países em desenvolvimento que não liberalizassem seus mercados financeiros corriam o risco de não atrair investidores estrangeiros. A liberalização, embora inevitável, agravou a dificuldade de manter as âncoras cambiais, levando um número crescente de países em desenvolvimento a deixar flutuarem suas moedas (ver figura 5.1).

A mesma tendência era evidente na Europa, embora lá a transformação assumisse uma forma diversa. As economias interdependentes na Europa ocidental procuraram repetidamente colocar em prática uma ancoragem cambial coletiva. Na década de 70, elas haviam tentado manter as bandas de flutuação de 2,25% previstas no Acordo Smithsoniano através de um esquema conhecido como *Serpente Européia* ("European Snake"). Na década de 80 elas procuraram limitar as flutuações nas taxas de câmbio através da criação do Sistema Monetário Europeu (SME). Mas com a eliminação dos controles de capital no final da década de 80, ficou cada vez mais difícil operar o SME. Mudanças controladas nas paridades tornaram-se praticamente impossíveis. Os países de moedas fortes demonstraram crescente relutância em apoiar seus parceiros de moedas fracas, tendo em vista que um apoio eficaz teria de ser virtualmente ilimitado, em um mundo de mercados líquidos e de grande mobilidade do capital. Os limites à cooperação internacional em uma Europa de autoridades monetárias soberanas tornaram-se evidentes. Uma série de crises então obrigou os membros da CE a alargar as bandas de flutuação do SME de 2,25% para 15% em 1993.

A outra opção era aprofundar o caminho no sentido de reforçar o regime de paridades fixas. Um pequeno número de países — Hong Kong, Bermudas, Ilhas Caimã e, mais recentemente, Argentina e Estônia — optou por essa alternativa através do estabelecimento de *currency boards*. Eles estabeleceram estatutos parlamentares ou emendas constitucionais exigindo que o governo ou o banco central atrelasse a moeda à de um parceiro de comércio. Uma autoridade monetária à qual cabia constitucionalmente manter a âncora cambial era protegida de pressões políticas em contrário e gozava da confiança dos mercados. O problema das "currency boards", caixas de conversão, é que as autoridades monetárias eram forçadas — ainda mais rigidamente do que no cenário do padrão ouro do século XIX — a se abster de intervir como emprestador de última instância. As caixas de conversão eram

[1] Muitos desses países apertaram os controles nas décadas de 70 e 80 em reação ao aumento na mobilidade do capital. Edwards e Losada (1994) documentam que isso ocorreu em diversos países da América Central, por exemplo, que durante muito tempo haviam atrelado seu câmbio ao dólar.

Figura 5.1
Regimes cambiais em países em desenvolvimento, 1984 e 1994
(porcentagem do total)

1984: 126 países em desenvolvimento

1994: 155 países em desenvolvimento

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, fevereiro de 1985 e maio de 1995.

atraentes apenas para países que se encontrassem em conjunturas especiais: geralmente países muito pequenos, cujos bancos mantinham laços de grande proximidade com instituições estrangeiras e que, por essa razão, podiam contar com uma ajuda externa, além de possuírem mercados financeiros excepcionalmente subdesenvolvidos ou um histórico de inflação particularmente elevada.

A outra maneira de endurecer a taxa fixa era caminhar para uma união monetária. A despeito dos desvios, esse foi um caminho trilhado pelos membros da Comunidade Européia. Em 1991, eles adotaram um plano para estabelecer um *Banco Central Europeu* (ECB) encarregado de assumir o controle de suas políticas monetárias, atrelando definitivamente suas taxas de câmbio e substituindo suas moedas nacionais por uma moeda européia única. Se eles terão sucesso, somente o futuro dirá. O que é evidente é que esquemas informais de câmbio fixo ou câmbio fixo sujeito a ajustes já não constituem uma opção factível. Na maioria dos casos, um câmbio com maior liberdade de flutuação tornou-se a única alternativa à união monetária.

O CÂMBIO FLUTUANTE NA DÉCADA DE 70

A transição para o câmbio flutuante depois do colapso do Sistema de Bretton Woods foi um salto no escuro. As autoridades — especialmente as de organismos como o FMI, que estavam fortemente comprometidas com o velho sistema — não deram o passo rumo à mudança por iniciativa própria; tiveram de ser empurradas. Em julho de 1972, os diretores do Fundo Monetário Internacional formaram a Comissão dos Vinte (C-20), composta por representantes de cada um dos vinte grupos de países representados por um diretor executivo do FMI, para preparar propostas de reforma no sistema de paridades cambiais.[2] A "concepção grandiosa" assumia, em conflito com a realidade, a manutenção das paridades ajustáveis e se concentrava na provisão de reservas internacionais e em medidas para incentivar o ajuste. O trabalho nessa proposta prosseguiu mesmo depois que moedas passaram a flutuar fora de suas bandas smithsonianas, em 1973, e de o câmbio ajustável ter expirado.

Embora os europeus e japoneses tivessem esperanças no restabelecimento

---

[2] Os Estados Unidos começaram a se sentir isolados do resto do G-10 e se deram conta de que uma emenda aos Artigos de Acordo do FMI regularizando um novo sistema exigiria a concordância de países lá não representados. Conseqüentemente, os Estados Unidos apoiaram a idéia de negociações com representantes de um grupo mais amplo de países no âmbito ao FMI.

dos valores de paridade, os Estados Unidos, tendo sofrido repetidos ataques contra o dólar, estavam inclinados a continuar deixando sua moeda flutuar (especialmente depois que George Shultz substituiu John Connally no cargo de secretário do Tesouro). Os norte-americanos viam o problema como decorrente da intenção dos países europeus de registrar superávits, e a solução — ecos do Plano Keynes —, em um conjunto de "indicadores do nível das reservas" que compeliriam esses governos a adotar medidas corretivas. Os governos dos países superavitários — especialmente a Alemanha — hesitavam em se submeter a sanções que poderiam obrigá-los a emitir. Eles se opunham ao emprego de recursos do FMI para enxugar o excesso de dólares comprando a moeda norte-americana. O insucesso em superar esses obstáculos obrigou o C-20 a abandonar, em 1974, o empenho em materializar sua grandiosa concepção.

Então, tentativamente, os membros do FMI caminharam para a aplicação da Segunda Emenda aos Artigos de Acordo, que legalizava a flutuação. Em Bretton Woods, trinta anos antes, um pequeno grupo de países tivera o destino do sistema monetário em suas mãos. E o mesmo agora se repetia: após o fracasso do processo de iniciativa do C-20, o G-10, que fora responsável pelas malfadadas negociações smithsonianas, retomou suas deliberações. O FMI estabeleceu a ironicamente denominada Comissão Interina (a ironia está no fato de ela existir até hoje). O fórum mais importante foi o G-5, composto pelos ministros das Finanças dos Estados Unidos, Japão, França, Alemanha e Reino Unido, bem como participantes convidados.

Os franceses defendiam a adoção do regime de taxas fixas e um sistema que coibiria os países cujas moedas eram usadas como reservas de viver acima de suas posses. Eles procuraram limitar o exorbitante privilégio norte-americano de financiar seus passivos externos emitindo dólares. O secretário do Tesouro norte-americano, George Shultz, e seu subsecretário, Paul Volcker, estavam dispostos a aceitar uma estabilização do dólar apenas se as bandas fossem suficientemente amplas para que a política econômica norte-americana não ficasse excessivamente amarrada e se os países participantes estabelecessem um consenso em torno de um conjunto de indicadores que, quando desrespeitados, obrigariam os países superavitários a promover uma valorização de suas moedas ou, de alguma outra forma, compartilhar o ônus do ajuste. Essa inversão das posições defendidas pelos Estados Unidos e pelos países europeus em Bretton Woods, que refletia as mudanças nas posições dos balanços de pagamentos de suas respectivas economias, não passou despercebida.

Na Conferência de Cúpula de Rambouillet, realizada em 1975, os franceses, obrigados a reconhecer o grau da oposição norte-americana — e para salvar as aparências —, concordaram com uma fórmula expressa por um "sistema estável" de taxas de câmbio, em vez de um "sistema de taxas estáveis". Essa concessão abriu a porta para a Segunda Emenda dos Artigos de Acordo, que entrou em vigor em 1978. A Segunda Emenda legalizou a flutuação e suprimiu o papel especial do ouro. Ela obrigou os países a defenderem taxas de câmbio estáveis ao incentivá-los a promover condições econômicas equilibradas e autorizando o Fundo a supervisionar as políticas de seus membros.

As expectativas sobre o funcionamento do novo sistema eram as mais variadas. Jacques Rueff, francês que criticava o acordo de Bretton Woods, previa que o colapso das paridades fixas provocaria a liquidação das reservas cambiais e uma corrida deflacionária pelo ouro como a que tinha agravado a Grande Depressão.[3] Esse ponto de vista não levava em conta o aprendizado que havia ocorrido no interregno. Com a experiência da década de 30, governos e bancos centrais tinham aprendido que quando eram aliviadas as restrições sobre o câmbio, eram os formuladores de políticas, e não os mercados, que podiam controlar os meios de pagamento. Na verdade, tinham aprendido bem demais essa lição; começaram a imprimir dinheiro para financiar déficits orçamentários e as contas da importação de petróleo. O problema da década de 70 passou a ser inflação, e não a deflação temida por Rueff.

E não havia consenso nas previsões sobre o comportamento das taxas flutuantes. Alguns acreditavam que a extinção das paridades fixas eliminava o problema de apostas unilaterais e persistentes desalinhamentos. As taxas flutuantes caminhariam para níveis de equilíbrio e exibiriam limitada tendência para se afastar deles. A opinião contrária apostava em que o mundo estava às vésperas de entrar numa era perigosa de turbulência e instabilidade financeira.

Hoje sabemos que as duas posições exageravam. As taxas de câmbio nominais e reais revelaram-se mais voláteis do que quando as taxas eram fixas e do que previsto por acadêmicos que defendiam o câmbio flutuante. As taxas nominais moviam-se freqüentemente em 2% ou 3% ao mês; a variabilidade das mesmas excedia em larga medida a variação relativa da oferta monetária e de outros indicadores fundamentais das economias.[4] As taxas reais eram quase tão voláteis (ver gráficos 5.2 e 5.3). Ainda assim, não se registrava o caos financeiro previsto pelos que tinham se oposto à flutuação.

---

[3] Ver Rueff (1972), cap. 5 e *passim*.

[4] A melhor documentação dessa regularidade — hoje bastante conhecida — é, possivelmente, Rose (1994).

Gráfico 5.2

Variação mensal na taxa de câmbio real entre o marco alemão e o dólar americano, fev. 1960-mar. 1994

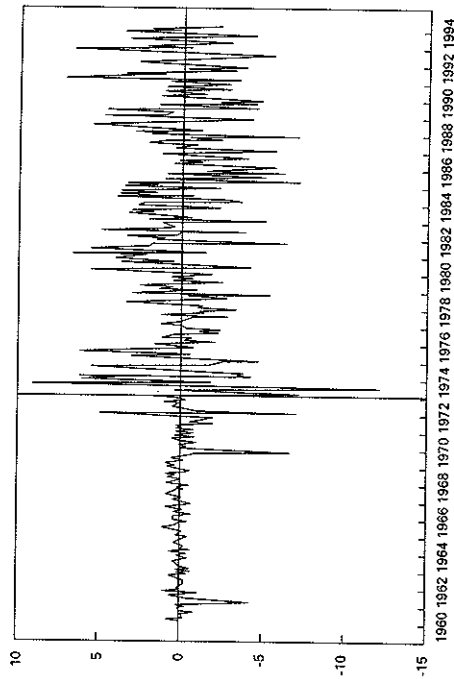
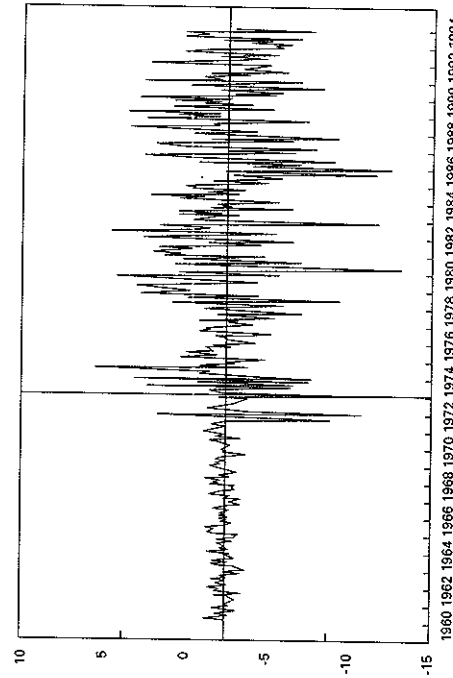
(percentual mensal de variação nos preços relativos de atacado)

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

Gráfico 5.3

Variação mensal na taxa de câmbio real entre o iene japonês e o dólar americano, fev. 1960-mar. 1994

(percentual mensal de variação nos preços relativos de atacado)

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

Inicialmente, parecia que os pessimistas provariam estar com a razão. O dólar registrou uma desvalorização de 30% em relação ao marco alemão nos primeiros seis meses de flutuação. Depois disso, porém, ele apresentou uma estabilização. Grande parte do declínio do dólar tinha sido necessário para anular sua valorização excessiva anterior. Os desalinhamentos, embora tenham sido motivo de queixas, não eram tão acentuados quanto temiam os críticos da flutuação (ver *desalinhamento entre moedas*, no Glossário). É possível que a libra estivesse subvalorizada em 1976, e o dólar supervalorizado em 1978. O iene subvalorizado pode ter registrado uma valorização excessiva em 1977-79. Mas nenhuma dessas moedas estava tão seriamente desalinhada como o dólar viria a ficar em meados da década de 80. Isso foi algo notável em vista do fato de que na década de 70 as economias haviam sofrido o impacto de dois choques do petróleo e de outras instabilidades nos preços das "commodities".

A inexistência dos desalinhamentos típicos da década de 80 na segunda metade da década de 70 refletia dois fatores: primeiro, os governos intervieram nos mercados monetários, segundo, em contraste com a política norte-americana na primeira metade da década de 80, havia alguma disposição para ajustar as políticas monetária e fiscal à taxa de câmbio pretendida. Moedas como o dólar canadense, o franco francês, o franco suíço, a lira, o iene e a libra esterlina eram administradas ativamente. Intervenções atuavam em ambos os lados do mercado: elas eram usadas para dar sustentação a moedas fracas e para limitar a valorização das moedas fortes. O Banco do Japão, por exemplo, interveio tanto para dar sustentação ao iene em 1973-74 como para deter sua valorização em 1975-77.

O câmbio dólar-marco alemão foi administrado em grau apenas limitado; ao longo de 1977 a intervenção foi pequena. Durante os primeiros dois anos de flutuação, o Federal Reserve limitou-se a realizar pequenos ajustes nas flutuações diárias sem tentar influenciar a tendência. Mas quando o dólar caiu em mais de 11% contra o marco alemão no período de seis meses findo em março de 1975, o Federal Reserve, com o apoio relutante do Bundesbank alemão e do Banco Nacional Suíço, promoveu uma intervenção conjunta. Por algum tempo, essas medidas sustaram a queda da moeda norte-americana. Mas em 1977, em uma reação à expectativa de aceleração na inflação norte-americana provocada pelas políticas de estímulo à demanda adotadas pela administração Carter, o dólar retomou sua desvalorização.

Desta vez, o Bundesbank concordou em colocar um crédito especial à disposição do Fundo de Estabilização Cambial do Tesouro norte-americano. Dobraram os volumes de recursos fluindo através das linhas de "swap" en-

tre o Bundesbank e o Fed. A intervenção cresceu de 2 bilhões de marcos alemães nos três primeiros trimestres de 1977 para mais de 17 bilhões de marcos nos dois trimestres seguintes.[5] Durante algum tempo, o dólar apresentou uma recuperação. Quando ele voltou a registrar uma desvalorização no segundo semestre de 1978, os dois bancos centrais levaram a cabo outra intervenção, dessa vez envolvendo 17 bilhões de marcos alemães.[6]

O elemento crítico para o sucesso, por mais que limitado, dessas operações foram os ajustes em política doméstica. Não há dúvida de que essas políticas não eram continuadamente orientadas por metas cambiais. A política de estímulo macroeconômico da administração do presidente Jimmy Carter, a partir do momento em que ele assumiu o cargo no início de 1977, foi adotada com pleno conhecimento de que suas conseqüências inflacionárias enfraqueceriam o dólar. A esperança da administração era que outros países também viessem a adotar políticas mais expansionistas, o que limitaria a instabilidade monetária. Temendo a inflação, japoneses e europeus recusaram-se a isso, apesar de saberem que o problema monetário resultaria ainda mais complicado.

Mas quando as flutuações das moedas ameaçaram escapar de controle, chegou-se a um meio-termo. Os detalhes foram negociados durante a Conferência de Cúpula de Bonn em julho de 1978. A administração Carter anunciou um pacote antiinflacionário para conter os salários e os gastos públicos. O governo concordou em elevar os preços domésticos do petróleo até os níveis mundiais, acabando com uma discrepância que, na visão de europeus e japoneses, agravava os déficits externos responsáveis pela desvalorização do dólar. Em troca, europeus e japoneses concordaram em adotar as políticas expansionistas desejadas pelos norte-americanos. Em 1978, o primeiro-ministro japonês, Takeo Fukuda, apresentou um orçamento suplementar que elevava os gastos do governo em 1,5% do PNB. Em março de 1978, as autoridades japonesas reduziram a taxa de redesconto para 3,5%, um patamar sem precedentes. Em 1979, Bonn concordou em aumentar os gastos do governo federal e em cortar os impostos em montantes suficientes para aumentar a demanda doméstica alemã em aproximadamente 1%. O governo francês assumiu um compromisso similar. Putnam e Henning consideram que

[5] *Relatórios* do Bundesbank Alemão de 1977, 1978 e 1979, citados em Tew (1988), p. 220.

[6] Houve também intervenções norte-americanas e estrangeiras nos mercados em favor do franco suíço e do iene japonês.

"surpreendentemente, praticamente todos os compromissos cruciais da Conferência de Cúpula de Bonn foram honrados".[7] Essa cooperação nas políticas de ajustes desses países pode ter sido excessivamente modesta para estabilizar as taxas de câmbio, mas impediu que as principais moedas se afastassem ainda mais.[8]

Como foi que os governos reconciliaram os objetivos de política doméstica com os imperativos da estabilização do câmbio? Em verdade, nem sempre havia conflito entre os dois. Em todos os países que participaram da Conferência de Cúpula de Bonn, havia uma poderosa facção que defendia, por razões domésticas, as mudanças nas políticas que seriam necessárias para estabilizar as taxas de câmbio. E quando ocorriam conflitos, os governos recorriam aos controles de capital para aliviar os conflitos entre autonomia em política doméstica e estabilidade da moeda. Em 1977-78, como uma alternativa a políticas mais inflacionárias, as autoridades alemãs revogaram o direito dos não-residentes de adquirir determinados tipos de bônus alemães e elevaram as proporções de reservas sobre os depósitos de não-residentes em bancos alemães com o objetivo de limitar as entradas de capital na Alemanha e prevenir uma valorização adicional do marco. O governo japonês deu sustentação ao iene em 1973-74 ao rever os controles de capital para favorecer as entradas e desestimular as saídas de capital.[9] Em 1977, os japoneses passaram a exigir uma reserva de 50% sobre a maioria dos depósitos de não-residentes, e, em 1978, aumentaram o percentual para 100% e proibiram que estrangeiros comprassem a maioria dos títulos domésticos no mercado de balcão.

Os leitores não devem ficar com a impressão de que a década de 70 transcorreu sem maiores problemas. Com a transição para o câmbio flutuante, as taxas, tanto reais como nominais, tornaram-se mais voláteis. O contraste é evidente no comportamento tanto da relação iene-dólar como marco alemão-dólar (novamente, ver gráficos 5.2 e 5.3). Não só as variações mês a mês nas taxas reais passaram a ser maiores do que antes, como também os movimentos em uma direção podiam persistir. Mas esses problemas, por mais sérios que fossem, não eram tão agudos quanto os que se manifestaram com o acentuado

[7] Ver Putnam e Henning (1989), p. 97. A efetivação da promessa norte-americana de eliminar os controles sobre os preços do petróleo foi, no entanto, protelada até depois da eleição de 1978, para irritação dos europeus.

[8] Ver Henning (1994), p. 129; Gros e Thygesen (1991), p. 37; e Sachs e Wyplosz (1986), p. 270.

[9] Ver Horiuchi (1993), pp. 110-3.

desalinhamento do dólar na década de 80. A diferença é que na década de 70 a intervenção foi mais ordenada, baseou-se em maior uso de controles de capital e maior disposição para adaptar as políticas aos imperativos dos mercados de câmbio.

Taxas de câmbio flutuantes na década de 80

Três acontecimentos transformaram o ambiente monetário internacional no final da década de 70. Um deles, o advento do Sistema Monetário Europeu, será discutido mais adiante. Os outros dois foram mudanças nas políticas de norte-americanos e japoneses.

Poucas nações tinham se comprometido mais que o Japão em promover intervenções no mercado de câmbio. Assim como a Alemanha, o Japão passou por um rápido período de inflação depois da Segunda Guerra Mundial e valorizou sua âncora nominal. Em uma economia muito dependente de exportações, interesses poderosos resistiram à valorização do iene. Foi sintomático o esforço do Banco do Japão para continuar a manter a moeda japonesa atrelada à norte-americana no patamar de 360 ienes por dólar, nível estabelecido em abril de 1949, mesmo depois de Nixon ter fechado o guichê do ouro em agosto de 1971.[10] Após duas semanas, porém, o Banco do Japão foi obrigado a permitir que o câmbio flutuasse até o patamar de 308 ienes por dólar, onde ele foi refixado depois da negociação smithsoniana. Quando o Acordo Smithsoniano caducou, em fevereiro de 1973, permitiu-se que o iene voltasse a flutuar. Inicialmente, a intervenção foi usada para manter a moeda dentro de uma estreita faixa de transações. A partir do primeiro choque do petróleo, porém, permitiu-se que a taxa de câmbio flutuasse mais amplamente (ver gráfico 5.4).

Gráfico 5.4
Taxas de câmbio reais nos Estados Unidos e Japão, 1975-94 (1985 = 100)

180 160 140 120 100 80 60 40
1975 1977 1979 1981 1983 1985 1987 1989 1991 1993
Japão E.U.A.

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

Essa transição para uma política mais flexível tinha importantes implicações para o sistema monetário internacional. Na década de 70, quando a economia japonesa já registrava um crescimento considerável, o nível do iene tinha se transformado numa questão preocupante para outros países. Enquanto o governo japonês continuou a intervir seletivamente no mercado de câmbio, o comportamento da paridade dólar-iene começou a se assemelhar ao câmbio do dólar em relação ao marco alemão: cada vez mais, sua fixação era deixada ao sabor das forças de mercado e permitia-se que ele flutuasse dentro de uma amplitude considerável.

Os Estados Unidos também tendiam para uma maior flexibilidade em seu câmbio. Se existiam quaisquer dúvidas em relação às prioridades norte-americanas, elas foram eliminadas com a nomeação de Paul Volcker para o cargo de presidente do Federal Reserve Board em 1979 e com a vitória de Ronald Reagan nas eleições presidenciais de 1980. Volcker estava disposto a deixar as taxas de juro subirem e o crescimento da base monetária cair até qualquer que fosse o nível necessário para puxar a inflação para menos de dois dígitos. O modelo bastante conhecido de Dornbusch para determinação da taxa de câmbio, que se tornara muito respeitado na década de 70, sugeria que a taxa de câmbio avançaria para muito além de seu nível de equilíbrio de longo prazo em resposta a uma mudança nas taxas de inflação e de crescimento da base monetária.[11] O que aconteceu foi o seguinte: depois que a Alemanha e o Japão abandonaram suas políticas de metas cambiais, o dólar registrou uma valorização de 29% em termos nominais e de 28% em termos reais entre 1980 e 1982.

A administração Reagan respondeu com cortes no imposto de renda da

[10] Ver Volcker e Gyohten (1992), pp. 93-4.

[11] Ver Dornbusch (1976). Embora o modelo de Dornbusch sugerisse que a valorização do dólar deveria ter ocorrido total e instantaneamente no momento em que ocorresse a mudança na política monetária, a moeda, na verdade, valorizou-se gradualmente ao longo do período de 1980-82. Michael Mussa (1994) sugere que isso foi um reflexo da gradual percepção, por parte das pessoas, de que a mudança que tinha ocorrido na política do governo era factível e permanente.

pessoa física. Seu governo indexou as faixas do imposto à inflação e aumentou os gastos militares. Com a ampliação do déficit orçamentário, as taxas de juro norte-americanas subiram: o diferencial em relação às taxas de outros países chegou a ser um ponto percentual maior em 1983-84 do que seu nível em 1981-82. "Os manuais de economia [não] tiveram muita dificuldade para explicar a fonte dessa elevação nas taxas de juro nos Estados Unidos", comentou Jeffrey Frankel.[12] O mesmo pode ser dito sobre o aumento do valor do dólar em relação a outras moedas. O capital estrangeiro foi atraído para os Estados Unidos pelos juros elevados, o que levou a moeda para patamares ainda mais elevados.

Inicialmente, quase não houve mudanças nas políticas norte-americanas em resposta a essa fortíssima valorização do dólar. Havia pouca disposição dos Estados Unidos em contemplar aumentos de impostos, cortes em gastos governamentais ou mudanças nas políticas do Federal Reserve para baixar os juros norte-americanos e tornar o dólar menos atraente para os investidores estrangeiros. O Fed, presidido por Volcker, continuava dando prioridade à queda da inflação; o secretário do Tesouro, Donald Regan, acreditava em deixar a taxa de câmbio ao sabor do mercado.

A valorização do dólar em 1983-85 ressaltou a necessidade de cooperação nos ajustes das políticas macroeconômicas para enfrentar os desalinhamentos. Mas na década de 80, assim como em ocasiões anteriores, disputas intelectuais impediram a cooperação. Nos Estados Unidos, as autoridades econômicas, como o subsecretário do Tesouro Beryl Sprinkel, estavam comprometidas com a proposição monetarista de que uma taxa estável de crescimento monetário produziria tanto inflação estável como uma taxa de câmbio estável.[13] As autoridades negavam que a valorização do dólar fosse um reflexo cumulativo dos efeitos de déficit fiscal e das taxas de juro elevadas, em vez disso atribuindo a cotação elevada da moeda ao sucesso da administração na contenção da inflação.[14] Segundo essa visão, uma intervenção no câmbio seria não somente inadequada, como também desnecessária, uma vez

Gráfico 5.5
Taxa de câmbio real e diferencial de juros de longo prazo referente ao dólar americano, 1973-94

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.
Nota: A taxa de câmbio real é igual ao índice de preços ao consumidor dividido pela média da taxa efetiva dos preços ao consumidor nos outros países do G-7. As taxas de juro reais são calculadas como iguais ao rendimento dos bônus governamentais de longo prazo menos a média móvel da inflação ao longo de 24 meses. O diferencial de juros é calculado como sendo igual à taxa de juros real norte-americana menos a média ponderada das taxas de juro reais dos outros países do G-7.

que, supostamente, as taxas de câmbio eram conduzidas pelo mercado aos níveis de eficiência máxima.

Os europeus e japoneses continuaram a atribuir maior importância à estabilidade da taxa de câmbio. Por razões históricas, eles tinham mais fé em intervenção e cooperação e adotavam um modelo de funcionamento da economia segundo o qual déficits orçamentários e taxas de juro elevadas eram a causa de desalinhamentos. Entretanto, por mais que desejassem adotar políticas de harmonização, um esforço de colaboração também exigiria correção de curso por parte dos Estados Unidos.[15] Entregues a sua própria sorte, os europeus refugiaram-se no SME, ao passo que os japoneses extraíram o máximo de sua melhoria de competitividade exportadora.

O gráfico 5.5 mostra que a diferença entre as taxas de juro norte-americanas e as taxas de juro no exterior acompanha de perto a valorização do dólar durante a primeira metade de 1984. Depois de junho, porém, o dólar

---

[12] Ver Frankel (1994), p. 296.

[13] Esse era o ponto de vista sobre a determinação da taxa de câmbio defendido por Milton Friedman em seu influente artigo de 1953 sobre taxas flutuantes. Ver Friedman (1953).

[14] A desinflação podia, de fato, explicar a valorização real da moeda norte-americana em 1980-81, quando a política monetária dos Estados Unidos tomou um rumo mais tendente a reduzir a base monetária (sendo esta a consideração subjacente ao modelo de Dornbusch), mas era mais difícil usá-la para explicar por que o dólar continuou registrando uma valorização real nos anos subseqüentes. Ver a discussão a seguir.

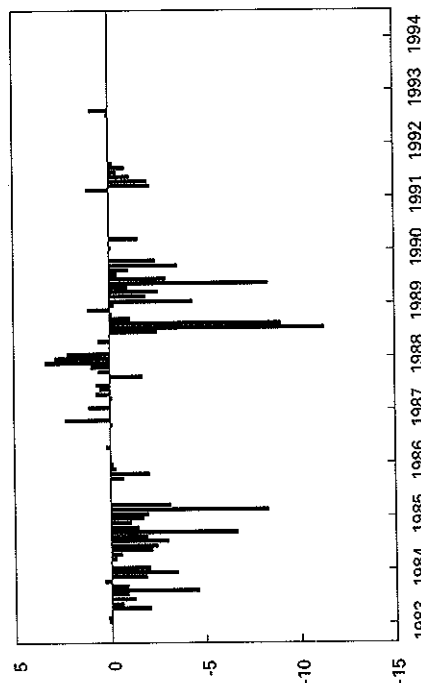
[15] Isso era algo que tanto o Tesouro como o Fed não estavam dispostos a aceitar. Durante a conferência de cúpula do G-7 em Williamsburg, na Virgínia, em 1983, os euro-

registrou uma valorização ainda maior, uma alta de tal monta que não era imediatamente explicável pelas taxas de juro e pelos fundamentos macroeconômicos. A moeda norte-americana prosseguiu em sua trajetória ascendente, registrando uma valorização de outros 20% em fevereiro de 1985, apesar de o prêmio sobre a taxa de juro norte-americana ter começado a cair.

Esse movimento, amplamente interpretado como uma bolha especulativa, minou a resistência da administração Reagan a promover uma intervenção no mercado de câmbio.[16] Em uma reunião secreta no Plaza Hotel, na cidade de Nova York em setembro de 1985, os ministros das Finanças e os presidentes dos bancos centrais dos países do G-5 concordaram em tentar pressionar o dólar para baixo. Eles estavam unidos por seu desejo de impedir a aprovação da legislação protecionista a ser votada no Congresso norte-americano como conseqüência dos prejuízos infligidos aos produtores domésticos de artigos de exportação. Para a administração Reagan, o protecionismo do Congresso punha em risco a agenda presidencial de desregulamentação e liberalização econômica; para japoneses e europeus, a iniciativa no Congresso ameaçava seu acesso ao mercado norte-americano. Os cinco governos divulgaram uma declaração conjunta defendendo "uma valorização ordeira das 'outras' moedas" (uma maneira tipicamente prosaica de que se valeram os políticos para se referir à desvalorização do dólar) e manifestando sua disposição em cooperar para alcançar esse objetivo.

O dólar caiu 4% em relação ao iene e ao marco alemão no dia em que o comunicado da reunião no Plaza foi divulgado — e continuou a cair depois disso. No entanto, não tinha havido qualquer discussão sobre mudanças de políticas monetária e fiscal na reunião no Plaza, muito menos qualquer implementação de mudanças. Isso, aliado ao fato de que o dólar já tinha começado a cair seis meses antes, levou alguns a concluir que a negociação era inconseqüente — que a desvalorização era simplesmente o recuo posterior a uma valorização insustentável. O ponto de vista contrário é de que o Acordo do Plaza e a *intervenção esterilizada* promovida depois da reunião sinalizaram uma iminente mudança de políticas — uma nova disposição de reorientar as políticas necessárias para estabilizar a taxa de câmbio.[17] O fato de o dólar ter começado a cair antes da reunião no Plaza pode, em verdade, ser conciliado com esse argumento. Alguns meses antes (depois da eleição presidencial de 1984), uma dupla mais pragmática e intervencionista — James Baker e Richard Darman — tinha substituído Donald Regan e Beryl Sprinkel no Tesouro, o que sugeria que novas políticas poderiam estar em preparação. Em um encontro do G-5 em janeiro de 1985 tinha sido estabelecido um consenso em torno de uma intervenção e o Bundesbank interviera pesadamente (ver gráfico 5.6). Tudo isso sugere que intervenção e cooperação desempenharam, efetivamente, um importante papel em deter a valorização do dólar.

Depois que começou a cair, o dólar desvalorizou rapidamente. Os Estados Unidos haviam esgotado seus ativos internacionais líquidos em conseqüência dos déficits externos do início da década de 80; era necessária uma

Gráfico 5.6
Operações do Bundesbank no mercado do marco alemão-dólar americano, 1983-94
(bilhões de marcos)

Fonte: Deutsche Bundesbank, *Relatórios Anuais*, diversos anos.
Nota: Registros positivos indicam intervenções do Bundesbank em defesa do dólar norte-americano.

---

peus pressionaram por reduções nos déficits norte-americanos para conter a valorização do dólar. Em resposta, os Estados Unidos disseram que o dólar forte não era conseqüência dos déficits e das altas taxas de juro nos Estados Unidos. Ver Putnam e Bayne (1987), p. 179 e *passim*. Ao final de 1983 os produtores norte-americanos de bens negociáveis tinham começado a queixar-se de desvantagens em conseqüência do dólar valorizado. Por isso, Regan, o secretário do Tesouro, procurou pressionar o Japão a tomar medidas para valorizar o iene. Ironicamente, essa iniciativa, que pressionou os japoneses a abrir seus mercados de capital aos fluxos financeiros internacionais, resultou em uma saída de capital do Japão e em desvalorização ainda maior do iene. Os Estados Unidos, por sua vez, pouco contribuíram em termos de ajustes em sua política. Ver Frankel (1994), pp. 299-300.

[16] Paul Krugman (1985) e Stephen Marris (1985) estabeleceram a base analítica para a afirmação de que a valorização do dólar em 1984-85 foi resultado de uma bolha especulativa.

[17] Feldstein (1986) e Frankel (1994) apresentam uma exposição dos pontos de vista antagônicos.

taxa de câmbio mais baixa para contrabalançar uma conta de serviços menos positiva.[18] Ainda assim, no segundo semestre de 1986 os europeus e japoneses começaram a queixar-se de que o processo tinha ido longe demais. O dólar havia perdido 40% de seu valor contra o iene em relação a seu pico no ano anterior, gerando dificuldades de custos e competitividade para os produtores japoneses. O governo japonês fez grandes intervenções em defesa do dólar. Em setembro, foi negociado um acordo bilateral entre os Estados Unidos e o Japão procurando estabilizar a taxa de câmbio — em troca de uma expansão fiscal japonesa, os norte-americanos se absteriam de procurar desvalorizar o dólar. Mas, inexistindo uma disposição para ajustar as políticas macroeconômicas nos Estados Unidos e na Europa, os efeitos foram limitados.

Essa percepção estimulou a realização da reunião dos ministros das Finanças do G-7 no Louvre em fevereiro de 1987, onde foram discutidos ajustes mais fundamentais nas políticas. Os ministros acordaram em estabilizar o dólar em torno dos níveis correntes; alguns observadores chegaram ao ponto de sugerir que os ministros tinham estabelecido uma "faixa de referência" de 5%.[19] Os bancos centrais afetados decidiram intervir. Os japoneses adotaram medidas adicionais de estímulo, os alemães aceitaram cortes limitados nos impostos e os Estados Unidos decidiram promover mais ajustes nebulosos em sua política doméstica. O Federal Reserve na verdade permitiu uma elevação nas taxas de juro dos Estados Unidos (revertendo a tendência descendente que havia iniciado em 1984), embora continuemos sem saber se a decisão do Fed foi motivada pela desvalorização do dólar ou por sinais de inflação iminente.

O Fundo Monetário Internacional desempenhou um papel surpreendentemente reduzido nesses desdobramentos. A Segunda Emenda aos Artigos de Acordo, ao sugerir que a função do FMI era incentivar a coordenação de políticas entre seus membros, eliminava a responsabilidade do Fundo na supervisão de um sistema de valores de paridade, mas falava da necessidade de "firme monitoração" das políticas nacionais. Mas os países industrializados mais importantes demonstraram pouco interesse em participar de um fórum onde um grande número de países menores poderia ter alguma interferência em suas decisões. Em conseqüência, os governos recorriam menos a mudanças de políticas monetária e fiscal básicas, e mais em intervenções nos mercados de câmbio, do que o Fundo poderia ter desejado. Na literatura acadêmica, o FMI é caracterizado como um mecanismo concebido para aplicar sanções e recompensas para estimular os países a darem continuidade a acordos de cooperação.[20] Na prática, o Fundo não desempenhava efetivamente essa função porque era considerado um palco pouco atraente para a realização de negociações e em virtude de nenhum dos países afetados recorrer a recursos do Fundo para financiar suas intervenções nos mercados de câmbio.

A moeda norte-americana disparou em meados de 1988 e, novamente, em meados de 1989. Mas, assim como no episódio do Plaza e do acordo bilateral Estados Unidos-Japão de 1986, havia pouca disposição por parte dos Estados Unidos para levar adiante mudanças em suas políticas domésticas (em particular, na política fiscal). Intervenções esterilizadas não apoiadas em um compromisso de ajuste nas políticas domésticas tinham conseqüências apenas transitórias.[21] E os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão não dispunham de uma trama de acordos interligados necessária para a efetiva implementação de uma política de ajustes.

O dólar voltou a cair na segunda metade de 1989 e os Estados Unidos simplesmente assumiram uma política de vistas grossas em relação ao câmbio, introduzida pela administração Carter. As administrações dos presidentes George Bush e Bill Clinton mostraram pouca disposição para executar políticas de ajuste visando deter a queda da moeda. Uma reação típica de Bush a uma indagação sobre a queda do dólar foi: "De vez em quando, eu penso sobre essas coisas, mas não muito".[22] Com essa resposta, Bush estava ape-

---

[18] Alguns argumentaram que, além disso, os exportadores norte-americanos tinham perdido espaço nos mercados internacionais e que os produtores estrangeiros tinham conquistado um terreno permanente nos mercados norte-americanos em conseqüência do desalinhamento no início da década de 80; era necessária uma taxa de câmbio mais baixa para contrabalançar esse desequilíbrio.

[19] Ver Funabashi (1988), pp. 183-6. Karl Otto Pöhl, que foi presidente do Bundesbank, recorda ter havido certa confusão entre os ministros do G-7 em relação ao que teria sido acordado entre eles. Pöhl entendera não terem sido estabelecidas formalmente faixas a serem perseguidas, mas que tinha sido dado um primeiro passo no sentido de sua implantação. Outros, porém, especialmente os ministros das Finanças dos países menores que participaram do encontro, podem ter interpretado o resultado das discussões como um compromisso formal. Ver Pöhl (1995), p. 79.

[20] Em termos técnicos, o FMI é caracterizado como uma "tecnologia de comprometimento". Ver Dominguez (1993), pp. 371-2.

[21] Essa tinha sido a conclusão a que chegou a Comissão Jurgensen, um grupo de trabalho intergovernamental encarregado de estudar as intervenções no câmbio. Ver Working Group on Exchange Market Intervention (1983).

[22] Citado em Henning (1994), p. 290.

nas acompanhando a maré política. Uma moeda supervalorizada, como o dólar em meados da década de 80, impõe um ônus elevado a grupos de interesse concentrados (produtores de bens exportáveis que encontram dificuldades para competir internacionalmente) que manifestavam vigorosamente suas objeções. Em contraste, uma moeda subvalorizada, como o dólar em meados da década de 90, impõe custos apenas modestos sobre um largo contingente de interesses difusos (consumidores submetidos a inflação e preços mais elevados de produtos importados) que tem pouca motivação para articular-se em oposição. Assim, havia limitada oposição doméstica ao declínio do dólar. Sua desvalorização era resultante de considerações domésticas, como a decisão do Fed de cortar as taxas de juro em 1991, em resposta à recessão norte-americana, e uma segunda série de cortes em 1994, novamente decidida para enfrentar os sinais de um esfriamento da economia.

A situação era inversa em outros países, onde um dólar subvalorizado significava uma supervalorização da moeda nacional. Em 1992, o baixo nível do dólar tinha se tornado um enorme problema para o Japão, onde os lucros dos produtores de bens comercializáveis eram reduzidos, e para a Europa, o único lugar onde seria possível afirmar a existência da trama de acordos interligados necessária para sustentar a manutenção do câmbio fixo.

A Serpente

Os países da Europa trilharam o outro caminho, procurando criar um arcabouço institucional sobre o qual eles pudessem estabilizar suas moedas umas em relação às outras. O fato de os países europeus estarem mais abertos ao comércio do que os Estados Unidos deixava aqueles mais sensíveis às flutuações no câmbio.[23] A Europa, e não os Estados Unidos ou o Japão, era onde a flutuação das moedas tinha sido associada à hiperinflação na década de 20. A Europa era o lugar onde as desvalorizações da década de 30 tinham corroído a maior parte das boas relações econômicas.

Ainda assim, a incansável defesa do câmbio fixo pela Europa num período em que os preços do petróleo foram multiplicados por quatro, o colapso de Bretton Woods e a mais grave flutuação no ciclo de negócios registrada no pós-guerra estão entre os eventos mais marcantes do período. A motivação dos países europeus deve ser entendida em termos do desenvolvimento da Comunidade Econômica Européia. A CEE era vista por seus fundadores europeus e por seus aliados americanos como um mecanismo para envolver

[23] Esse raciocínio é desenvolvido por Giavazzi e Giovannini (1989).

a Alemanha e a França e, ao intensificar a interdependência econômica dos dois países, desencorajá-los de envolverem-se em novas guerras. A CEE ajudou a prevenir que esses e outros países europeus renegassem seu compromisso de cooperação na esfera econômica. A CEE criou uma teia de acordos interligados e pagamentos multilaterais que seria ameaçada se um país adotasse políticas monetárias de não-cooperação. O sucesso da Comunidade, que na década de 70 tinha avançado consideravelmente rumo à liberalização do comércio intra-europeu, fez crescer a participação do comércio entre os países membros no volume total de comércio de cada um deles. Na medida em que a estabilidade do câmbio era desejável para estimular a expansão do comércio (uma tese em defesa da qual as evidências dão limitada sustentação), o foco na liberalização de comércio no interior da Europa tornou possível alcançar esse objetivo através da estabilização do câmbio intra-europeu. A experiência européia, portanto, dá razão aos que sugerem que relações de comércio estáveis e amplas são um pré-requisito para um funcionamento tranqüilo do sistema monetário internacional.

A CEE realizou sua união aduaneira antes do planejado, no final da década de 60. A unificação monetária era o próximo passo lógico, especialmente para aqueles que consideravam a CEE como uma entidade política nascente. Em 1969 o *Conselho Europeu* reafirmou sua intenção de prosseguir rumo à total união econômica e monetária (EMU). Ele estava motivado em parte pela incipiente instabilidade do dólar e por temores de que uma valorização desordenada das moedas européias pusesse em risco a CEE.[24] Isso levou, em 1970, à formação de um grupo de estudo formado por funcionários de alto nível e presidido pelo primeiro-ministro de Luxemburgo, Pierre Werner.[25]

O Relatório Werner alinhavou um processo através do qual a união monetária poderia ser alcançada até 1980. O documento recomendava a criação de uma autoridade central para orientar e harmonizar as políticas econômicas nacionais, concentrando as funções fiscais em nível da Comunidade e ace-

[24] Esta é a interpretação de Harry Johnson (1973).

[25] Ver Werner *et al.* (1970). O Relatório Werner não foi a primeira discussão sobre a integração monetária pela CEE. O Tratado de Roma já havia reconhecido o fato de que as taxas de câmbio dos países membros deveriam ser consideradas como uma questão de "interesse coletivo". A valorização do florim holandês e do marco alemão em 1961 então motivou uma discussão sobre como a união alfandegária poderia ser estendido para a esfera monetária. Em meados da década de 60 isso havia levado à criação da Comissão de Presidentes de Bancos Centrais.

lerando a integração dos mercados de fatores e de "commodities". Entretanto, o relatório não recomendava a criação de uma moeda européia única ou de um Banco Central Europeu, assumindo, em vez disso, que a responsabilidade pela conversão das moedas européias ao par poderia ficar a cargo de um "sistema de bancos centrais nacionais" europeus. A transição seria implementada através de um endurecimento progressivo dos compromissos cambiais (estreitando as bandas de flutuação) e uma harmonização mais íntima das políticas macroeconômicas. As recomendações do grupo de Werner foram endossadas pelos políticos, que puseram-se a trabalhar no caminho assim traçado.

Em retrospecto, foi ingenuidade pensar que a Europa estaria pronta para a união monetária em 1980, e ingenuidade ainda maior acreditar que o continente poderia alcançar essa meta sem edificar as instituições para dar sustentação ao funcionamento de tal esquema. É verdade que a Europa tinha instituído uma união aduaneira e estabelecido sua Política Agrícola Comum, que era a função mais visível da Comunidade Européia. O desejo de evitar colocar em risco a CAP, cujo gerenciamento seria complicado por freqüentes e grandes movimentos no câmbio, era uma fonte de apoio ao Relatório Werner. Mas poucas funções políticas tinham sido transferidas para o *Parlamento Europeu* ou para a *Comissão Européia*. A teia de acordos interligados necessária para obrigar os governos nacionais à unificação monetária — para prevenir que eles renegassem um compromisso de obediência às orientações de política macroeconômica definidas pela Comunidade — não havia ainda sido completada. E a expansão da Comunidade — incorporando Dinamarca, Irlanda e Reino Unido em 1973 — introduziu uma diversidade adicional que complicou ainda mais os esforços de integração.

Se nada mais produziram, as discussões em torno do Relatório Werner ao menos proporcionaram uma base para responder ao colapso do Sistema de Bretton Woods. O Acordo Smithsoniano de dezembro de 1971 triplicou a amplitude das bandas de flutuação frente ao dólar, permitindo que o câmbio intra-europeu variasse em até 9%. Para os membros da CEE, uma variabilidade dessa ordem de grandeza nas taxas de câmbio era uma perspectiva alarmante. Por essa razão esses países procuraram limitar a flutuação de suas taxas bilaterais em 4,5% através de um acordo conhecido como "Snake" [Serpente]. Eles conservaram esse acordo mesmo depois do desmoronamento do "túnel" smithsoniano em 1973.[26]

[26] Depois do colapso do Acordo Smithsoniano, a Serpente flutuante passou a ser chamada, em tom brincalhão, "the snake in the lake" [a serpente no lago] para distingui-la de sua predecessora, "the snake in the tunnel" [a serpente no túnel].

A Dinamarca, a Irlanda e o Reino Unido, que não eram ainda membros da CEE, concordaram em participar da Serpente menos de uma semana após sua instituição. A Noruega vinculou-se ao esquema um mês depois. Os membros da Serpente criaram *Linhas de Financiamento de Curto-Prazo e de Curtíssimo-Prazo* para colocar créditos à disposição de países de moedas fracas. O Fundo Europeu de Cooperação Monetária, com uma diretoria constituída de presidentes de bancos centrais nacionais, foi estabelecido para monitorar as políticas monetárias européias, supervisionar a operação das linhas de crédito e autorizar realinhamentos, reproduzindo, no plano continental, o papel mundial do FMI. Os países tinham autorização para conservar seus controles sobre a movimentação de capitais dentro da Europa, mas as transações correntes eram irrestritas, como sob os Artigos de Acordo. A inspiração derivada do Sistema de Bretton Woods — de câmbio fixo, porém ajustável — era clara.

A Serpente logo se defrontou com dificuldades (ver tabela 5. 1). Embora toda a Europa sofresse uma perda de competitividade em conseqüência da queda do dólar após 1973 e do primeiro choque dos preços do petróleo da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo), as moedas mais fracas foram afetadas desproporcionalmente.[27] Apesar disso, tanto a ajuda externa como os ajustes de política doméstica permaneceram limitados e não foram capazes de conter as pressões nos mercados de câmbio. Em janeiro de 1974, a França foi obrigada a flutuar sua moeda; ela retornou à Serpente em julho de 1975. O Bundesbank alemão então adotou uma estratégia de estabelecimento de metas para os agregados monetários, que o impedia de acomodar as pressões inflacionárias provocadas pela elevação nos preços do petróleo. O governo francês de Jacques Chirac, ao contrário, adotou políticas fiscais expansionistas, obrigando-o, novamente, a abandonar a Serpente em 1976.

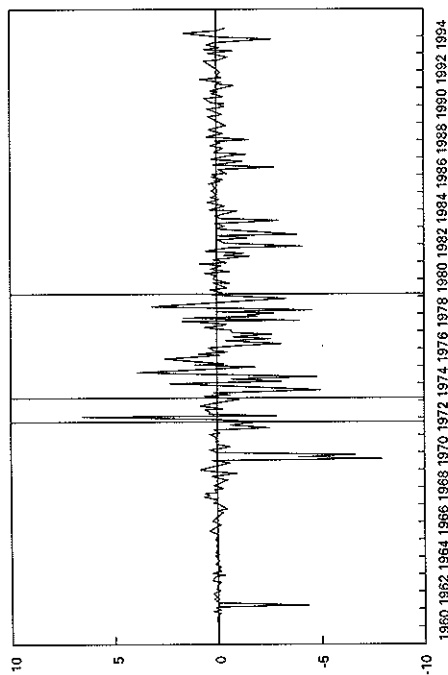
Enquanto isso, a Alemanha interveio em apoio às moedas de seus pequenos vizinhos europeus ao norte de suas fronteiras. Mas as autoridades tanto do Bundesbank como do Partido Democrata Livre, do qual dependia a coalizão que dava sustentação ao governo, ficaram cada vez mais preocupadas com as conseqüências inflacionárias. As compras de moedas estrangeiras com marcos alemães, se permanecessem não esterilizadas, ameaçavam fazer a taxa

[27] O Bundesbank foi obrigado a intervir em defesa dessas moedas. Essa foi a primeira manifestação de um padrão a partir de então familiar, no qual um dólar fraco correspondia a um marco alemão forte na Europa. O mesmo problema afligiu o Sistema Monetário Europeu em 1992, como veremos a seguir.

Tabela 5.1
História cronológica da Serpente

1972	
24 de abril	O Acordo de Basiléia entra em vigor. Os países membros são Bélgica, França, Alemanha, Itália, Luxemburgo e Holanda.
1° de maio	Admissão do Reino Unido e da Dinamarca.
23 de maio	Admissão da Noruega.
23 de junho	Saída do Reino Unido.
27 de junho	Saída da Dinamarca.
10 de outubro	Readmissão da Dinamarca.
1973	
13 de fevereiro	Saída da Itália.
19 de março	Transição para a flutuação conjunta: cessam as intervenções para manter margens fixas em relação ao dólar ("túnel").
19 de março	Admissão da Suécia.
19 de março	O marco alemão é valorizado em 3%.
3 de abri	Aprovação do estabelecimento de um Fundo Monetário de Cooperação Européia.
29 de junho	O marco alemão é valorizado em 5,5%.
17 de setembro	O florim holandês é valorizado em 5%.
16 de novembro	A coroa norueguesa é valorizada em 5%.
1974	
19 de janeiro	Saída da França.
1975	
10 de julho	Readmissão da França.
1976	
15 de março	Nova saída da França.
17 de outubro	Acordo em torno de mudanças nas taxas de câmbio ("realinhamento de Frankfurt"): a coroa dinamarquesa é desvalorizada em 6%, o florim holandês e o franco belga em 2% e as coroas norueguesa e sueca em 3%.
1977	
1° de abril	A coroa sueca é desvalorizada em 6% e as coroas dinamarquesa e norueguesa são desvalorizadas em 3%.
28 de agosto	Saída da Suécia; as coroas dinamarquesa e norueguesa são desvalorizadas em 5%.
1978	
13 de fevereiro	A coroa norueguesa é desvalorizada em 8%.
17 de outubro	O marco alemão é valorizado em 4%, o florim holandês e o franco belga, em 2%.
12 de dezembro	A Noruega anuncia sua decisão de sair.

Fonte: Gros e Thygesen (1991), p. 17.

Gráfico 5.7
Variação mensal na taxa de câmbio real
marco alemão-franco francês, fev. 1960-abr. 1994

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

de inflação alemã subir até os níveis prevalecentes nos países aos quais o Bundesbank estava prestando ajuda.[28] Essa tensão foi solucionada pelo realinhamento de Frankfurt em outubro de 1976, através do qual as moedas dos países do Benelux e da Escandinávia foram desvalorizadas em relação ao marco alemão, dando início a um período de mudanças mais freqüentes nas paridades. Embora a história completa sobre o realinhamento de Frankfurt ainda não tenha sido contada, parece que as autoridades alemãs exigiram maior flexibilidade cambial como o preço para continuar cooperando. Qualquer expectativa de que a união monetária poderia ser alcançada ancorando as taxas de câmbio no interior de bandas inalteradas sofreu, dessa maneira, um revés.

Em última análise, a Serpente não assegurou uma estabilidade cambial em nível regional. As taxas intra-européias foram estabilizadas por períodos limitados, mas os esforços para mantê-las dentro de bandas estreitas foram frustrados. Os países não só se envolveram em uma série de realinhamentos, como também diversos deles foram compelidos a abandonar inteiramente a Serpente. Os gráficos 5.7-5.9 distinguem quatro períodos: o primeiro, antes

[28] Alternativamente, se a intervenção do Bundesbank fosse esterilizada, haveria boas razões para recear que suas conseqüências seriam neutralizadas. Ver nota 21, acima.

do fechamento da janela do ouro; o segundo, durante o colapso do Acordo Smithsoniano; o terceiro, correspondente à Serpente européia; o quarto, denotando o Sistema Monetário Europeu. É evidente que a taxa de câmbio fundamental — a relação de conversão entre o franco francês e o marco alemão — foi menos estável durante a Serpente do que no período de Bretton Woods.[29] Por que registraram-se tantos problemas durante a Serpente? Uma das razões é que a conjuntura econômica, marcada por choques do petróleo e turbulência no mercado de "commodities", não era propícia a esforços para ancorar as taxas de câmbio. A liberação da Serpente do túnel smithsoniano coincidiu com o primeiro choque nos preços do petróleo da OPEP em 1973 e com o aumento explosivo nos preços das "commodities" em 1974. Em virtude de os diferentes países europeus dependerem em proporções diversas do petróleo importado e de matérias-primas, o impacto foi sentido assimetricamente. Alguns países registraram maior desemprego do que outros. Alguns governos estavam sujeitos a pressões mais intensas para que tomassem medidas expansionistas. Esses desencontros interromperam a tendência ascendente do comércio intra-europeu na França e na Alemanha, esfriando o entusiasmo pelas iniciativas de integração nos dois países. Da mesma forma que a meta de implementação da união monetária ao final do século amarrou as taxas de câmbio intra-européias no início da década de 90 — e que a incerteza em relação à ratificação do *Tratado de Maastricht para a União Européia* minou a estabilidade das taxas vigentes —, a esperança de que a Serpente poderia ser uma etapa no caminho para a implementação da união monetária já em 1980 estimulou os mercados a defenderem as bandas estreitas na Europa somente até que os choques da década de 70 tornaram o Relatório Werner obsoleto.[30]

Além disso, as autoridades de diferentes países tinham pontos de vista diversos sobre como reagir corretamente às turbulências. A idéia de que a política monetária deveria ser voltada para a manutenção da estabilidade de preços não era ainda consensual entre os analistas. Algumas autoridades econômicas européias não haviam tido a liberdade de experimentar iniciativas monetárias expansionistas no cenário de Bretton Woods e, por isso, não se

[29] Observe-se o contraste com a taxa de câmbio entre o marco alemão e o franco belga, que se manteve relativamente estável durante os anos da Serpente, refletindo o sucesso da Bélgica em permanecer no sistema.

[30] Sobre o Tratado de Maastricht e as dificuldades de ratificação em 1992, ver a discussão adiante.

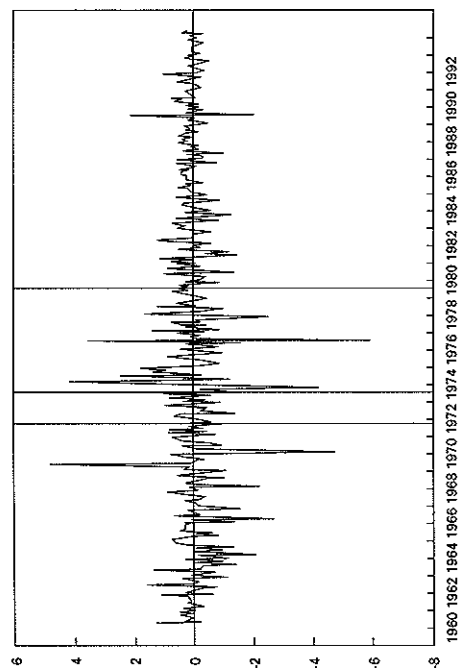
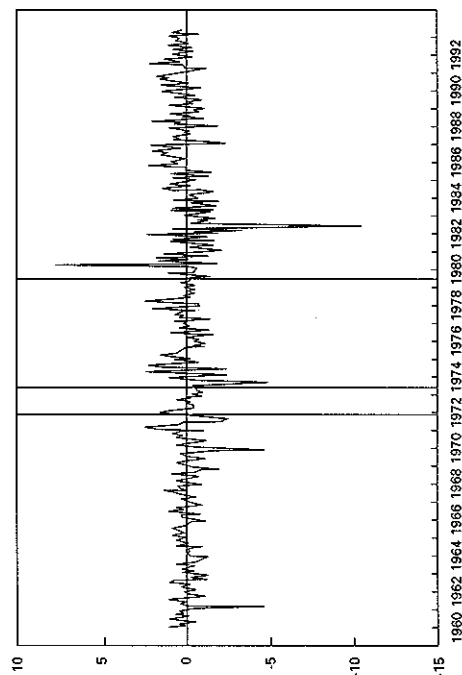
Gráfico 5.8
Variação mensal na taxa de câmbio real
marco alemão-florim holandês, fev. 1960-dez. 1992
(variação percentual mensal nos preços relativos de atacado)

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

Gráfico 5.9
Variação mensal na taxa de câmbio real
marco alemão-franco belga, fev. 1960-dez. 1992

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, diversos anos.

davam conta de como as tentativas de empregar agressivamente as políticas monetárias, particularmente em uma conjuntura de orçamentos desequilibrados, poderiam produzir inflação em vez de estimular a produção e aumentar o nível de emprego. Tendo em vista a aversão da Alemanha à inflação, o resultado foi uma ausência de coesão política.[31]

Em última análise, as turbulências de meados da década de 70 foram tão desestabilizadoras para a Serpente porque as pré-condições políticas e institucionais para a harmonização das políticas monetária e fiscal continuaram imaturas. O federalismo e a centralização fiscais previstos pelos autores do Relatório Werner, que poderiam ter ajudado os países de moedas fracas a se manter na Serpente, mantiveram-se totalmente irrealistas. Não havia, em Bruxelas, nenhuma instituição obrigada a prestar contas a eleitores em nível nacional; em conseqüência, os governos opunham resistência a atribuir responsabilidade fiscal à Comunidade. Não foram feitos os ajustes nas políticas fiscais nacionais necessários para manter as taxas de câmbio dentro da Serpente.

Problemas análogos afetavam a política monetária. O *Fundo Monetário de Cooperação Européia* detinha pouca autoridade, uma vez que os presidentes de bancos centrais não estavam dispostos a delegar suas prerrogativas. Reunidos separadamente na *Comissão de Presidentes de Bancos Centrais*, eles deveriam, supostamente, estabelecer o balizamento para as políticas monetárias nacionais, mas fizeram pouco mais do que coordenar intervenções nos mercados de câmbio.[32] Em última análise, não havia uma instituição regional análoga ao Fundo Monetário Internacional para monitorar políticas e pressionar pela implementação de ajustes. Em virtude da inexistência de uma instituição desse tipo, os países de moedas fortes não podiam estar seguros de que seus parceiros de moedas fracas promoveriam ajustes em suas políticas. Por essa razão, a ajuda externa que eles estavam dispostos a prestar era, necessariamente, limitada.

A Serpente tinha sido instituída como um sistema simétrico em reação às objeções francesas ao papel assimétrico do dólar no cenário de Bretton Woods. Mas depois que a Serpente foi libertada do túnel smithsoniano, o marco alemão assumiu o papel de moeda de referência e âncora antiinflacionária para os países europeus. O Bundesbank deu o tom para a política monetária de todo o continente. Entretanto, não havia um mecanismo através do qual outros países pudessem influenciar as políticas do banco central alemão e não existia outra opção, a não ser abandonar a Serpente, através da qual eles pudessem controlar seus próprios destinos monetários. Essa presença insuficiente de uma autoridade controladora foi o obstáculo definitivo ao sucesso da Serpente.

O SISTEMA MONETÁRIO EUROPEU

Os franceses procuraram corrigir essas deficiências mediante a criação do Sistema Monetário Europeu em 1979. Eles procuraram fortalecer os poderes de monitoração da Comissão Monetária da Comunidade Européia com o objetivo de criar um organismo da CE perante o qual as autoridades encarregadas das políticas monetárias nacionais pudessem ser responsabilizadas. E eles conseguiram a aprovação de uma provisão, na Ata de Fundação do SME, autorizando os governos a sacar um volume *ilimitado* de créditos das Linhas de Financiamento de Curtíssimo-Prazo e parecendo obrigar os países de moedas fortes a prestar ajuda ilimitada a seus parceiros de moedas fracas. Na prática, porém, nenhuma das provisões do novo sistema funcionou como pretendido pela França e pelos pequenos países da CE que dependiam da política alemã.

Os franceses nunca tinham hesitado em dar seu suporte a um sistema de câmbio fixo; quando o país fora obrigado, em Rambouillet, a abandonar a tentativa de estabelecer globalmente um sistema desse tipo, o presidente Valéry Giscard d'Estaing redirecionou seus esforços para a estabilização da taxa de câmbio fundamental entre o franco e o marco alemão. O fato de a França não ter conseguido permanecer na Serpente demonstrou que era mais fácil manifestar-se favoravelmente ao câmbio fixo do que implementar tal esquema. A experiência inspirou as autoridades francesas a empenhar-se na construção de uma estrutura mais firme sobre a qual fosse possível estabilizar as taxas de câmbio intra-européias. O essencial para o sucesso dessa iniciativa era a cooperação do governo alemão. O ocupante do posto equivalente ao de Giscard no governo alemão, o chanceler federal Helmut Schmidt, considerava a criação do SME como um passo lógico no sentido de uma Europa federal — como uma maneira de resgatar a concepção do Relatório Werner e de "trazer os franceses de volta".[33] O atrelamento do franco e de outras

[31] Observe-se o paralelo com o insucesso em coordenar reações reflacionárias à Depressão da década de 30, quando referenciais conceituais incompatíveis em diferentes países constituíram-se em obstáculo à cooperação internacional.

[32] Ver Gros e Thygesen (1991), pp. 22-3.

[33] Nas palavras de Schmidt, registradas em suas memórias, "eu sempre considerei o SME não só como um mero instrumento para harmonizar as políticas econômicas dos países membros da CE, como também parte integrante de uma estratégia mais ampla objetivando a autodeterminação política na Europa". Citado em Fratianni e von Hagen (1992), pp. 17-8.

moedas européias ao marco alemão também ajudaria a isolar a economia alemã dos efeitos de um dólar em queda. Da mesma forma que o predomínio das delegações britânica e norte-americana simplificou as negociações de Bretton Woods, o fato de o SME ter surgido de uma convergência no pensamento dos líderes dos dois estados membros predominantes na CE facilitou a superação dos delicados problemas de coordenação e dos "caronas". O acordo bilateral assinado por Schmidt e Giscard recebeu o endosso do Conselho Europeu em julho de 1978, resultando na criação do Sistema Monetário Europeu em 1979.[34]

A negociação da Ata de Fundação do SME continuava exigindo a harmonização das interpretações francesa e alemã sobre o insucesso da Serpente. As autoridades alemãs sustentavam que a Serpente tinha funcionado satisfatoriamente para os países que haviam subordinado outras metas aos imperativos de estabilidade dos preços e da moeda. Seus colegas franceses queixavam-se de que a Serpente era um sistema conduzido pelos alemães que concedia uma influência inadequada a outros países em termos de política monetária. Assim, a iniciativa envolvendo Helmut Schmidt e Giscard d'Estaing procurou criar uma nova instituição para compatibilizar o anseio francês por simetria com a insistência da Alemanha em disciplina. O moribundo Fundo Monetário de Cooperação Européia seria substituído por um Fundo Monetário Europeu (EMF) para administrar as reservas cambiais combinadas dos países participantes, para intervir nos mercados monetários e para criar reservas em *ecus* que fariam o papel de Direitos Especiais de Saque europeus. O SME incorporaria um "gatilho" que seria acionado quando as políticas domésticas colocassem em risco as taxas cambiais. O desrespeito à manutenção de indicadores consensuais obrigaria os países de moedas fortes a expandir — e os países de moedas fracas a contrair.

Assim, a preocupação de Keynes em Bretton Woods — de que os países superavitários fossem obrigados a valorizar suas moedas ou expandir para não penalizar os países deficitários com todo o ônus do ajuste — retornou ao centro do palco. Mas, como em Bretton Woods, e novamente no início da década de 70, quando os norte-americanos procuraram resgatar o sistema de taxas fixas mas ajustáveis através da inclusão de um elenco de "indicadores de reservas" para compelir os países superavitários a promover seus ajustes, os países de moedas fortes, cujo apoio a uma reforma era indispensável, mostraram-se relutantes em concordar. O Bundesbank se deu conta de que se o mecanismo de disparo não fosse acionado, o que exigiria que ele usasse seus

[34] Sobre a cronologia das negociações do SME, ver Ludlow (1982).

marcos na compra de moedas mais fracas do SME, sua incumbência de defender a estabilidade dos preços poderia resultar comprometida. Se o EMF criasse reservas em ecus sem lastro para satisfazer as necessidades de financiamento dos países deficitários, o risco de inflação seria intensificado.[35] O Conselho do Bundesbank, portanto, manifestou-se contrariamente ao acordo.[36]

Seguiram-se intensas negociações.[37] Os governos francês e alemão abandonaram suas propostas de estabelecimento de um gatilho que poderia exigir mudanças nas políticas do Bundesbank e de transferência de reservas cambiais nacionais para um Fundo Monetário Europeu. Embora a Ata de Fundação do SME continuasse a fazer referência a ajuda estrangeira "em montante ilimitado", e apesar de não serem feitas restrições a saques da Linha de Financiamento de Curtíssimo-Prazo, uma troca de correspondência entre o ministro das Finanças alemão e o presidente do Bundesbank concedia ao Banco Central Alemão o direito de desobrigar-se a intervir se o governo não pudesse chegar a um acordo com seus parceiros europeus sobre a necessidade de promover um realinhamento.[38] Caso fosse impossível restabelecer taxas centrais apropriadas, o que faria surgir temores de que o compromisso

[35] Não ficara claro em que medida o EMF teria poder para criar mais ecus. A Resolução de Bruxelas, de 5 de dezembro de 1978, autorizava apenas conversões de ecus por reservas em ouro e dólares, o que não significava criação de liquidez líquida. Entretanto, um anexo à conclusão de Bremen (resultante da reunião do Conselho Europeu em Bremen no início de 1978) referia-se enigmaticamente a ecus criados contra subscrições em moedas nacionais "em ordem de grandeza equivalente". Ver Polak (1980).

[36] Havia resistência ao disparo obrigatório de intervenções e de ajustes nas políticas em outros setores do governo alemão, bem como na Dinamarca e na Holanda.

[37] Schmidt, segundo seu próprio relato, ameaçou mudar a lei regulamentando a atuação do Bundesbank e comprometendo a independência do banco central se ele não aprovasse o acordo. A versão de Schmidt ainda não foi corroborada, e alguns autores duvidam de que ele teria cumprido a ameaça. Ver Kennedy (1991), p. 81.

[38] Ver Emminger (1986). Extratos dessa correspondência são reproduzidos em Eichengreen e Wyplosz (1993). Essas cartas permaneceram secretas, e sua relevância só foi plenamente avaliada após a crise do SME em 1992. O fato de terem permanecido secretas responde pela aparição, nesse ínterim, de passagens como a seguinte: "Mas o mais importante elemento individual do SME ainda não foi mencionado. Uma crise especulativa auto-realizável não pode ocorrer a menos que o mercado possa empregar somas de dinheiro em montante superior ao que os governos possam mobilizar. Para isso, o mercado precisaria ser capaz de absorver as reservas dos governos. Isso não pode acontecer no SME, onde os governos são capazes de mobilizar volumes infinitos de recursos ao realizarem saques de suas linhas de crédito recíprocas". Kenen (1988), p. 55. Abaixo, sugiro que ataques auto-realizáveis eram, na verdade, possíveis, exatamente pelo fato de que a ajuda externa não era infinita.

do Bundesbank para com a estabilidade dos preços estaria ameaçado, o banco poderia suspender sua intervenção.

Na prática, portanto, a obrigação da Alemanha de prover ajuda externa passou a ser não apenas limitada como dependente da disposição de outros países em aceitar um realinhamento. A Alemanha assumiu o papel de país de moeda forte que tinha sido ocupado pelos Estados Unidos em Bretton Woods. Assim, o Conselho do Bundesbank, como a delegação norte-americana em Bretton Woods, procurou limitar a obrigatoriedade de intervenções por parte do país superavitário e o financiamento do balanço de pagamentos que seria colocado à disposição dos países de moedas fracas.

Diferentemente dos Estados Unidos em 1944, porém, a Alemanha tinha um terço de século de experiência sugerindo que os países deficitários hesitariam em promover ajustes; por essa razão, ela reconheceu a necessidade de permitir que os deficitários desvalorizassem (ou, no "economês" menos embaraçoso do SME, promovessem um realinhamento de) suas moedas. A experiência com a Serpente dividira-se em dois períodos: primeiro, antes do realinhamento de Frankfurt, quando o sistema ficara sob pressão em virtude da não-implementação do realinhamento; e o segundo, de maior flexibilidade no câmbio, que revelara-se mais satisfatório. A Alemanha e seus parceiros no SME tiraram a conclusão óbvia.[39]

Os paralelos com Bretton Woods iam além do desejo de flexibilidade administrada. As moedas dos países que concordassem com o *Mecanismo Cambial* (ERM) deveriam permanecer dentro de bandas de 2,25%, como havia ocorrido nos anos finais do Sistema de Bretton Woods.[40] Permitiu-se a aplicação de controles de capital como uma maneira de preservar a limitada autonomia política dos governos e de proporcionar a eles o espaço de manobra para conduzir os realinhamentos de modo controlado. Sem dúvida, ainda se faziam ouvir claramente os ecos do acordo monetário internacional do pós-guerra.

Oito dos nove países da CE participaram do ERM desde o início (o Reino Unido foi a exceção). A Itália, sofrendo de persistente inflação, teve permissão para operar dentro de uma ampla banda (6%) durante um período de

[39] Além disso, em contraste com os primeiros anos da Serpente, quando se esperava poder manter a estabilidade das taxas de câmbio como conseqüência do compromisso assumido no Relatório Werner de realizar a transição para a união monetária até 1980, a Ata de Fundação do SME não impunha tal compromisso, o que sugeria a necessidade de maior flexibilidade nas taxas de câmbio.

[40] Os países em condições financeiras delicadas tinham permissão para operar em bandas mais largas, de 6%, durante um período de transição após sua entrada no ERM.

transição.[41] Nenhum dos países que participaram desde o início do ERM teve necessidade de sacar recursos do sistema ao longo da década de 80, em contraste com a experiência da Serpente, embora a França tenha chegado perto disso no início da década.

As taxas centrais foram modificadas em média uma vez a cada oito meses nos primeiros quatro anos do SME (ver tabela 5.2). Ao longo dos quatro anos seguintes, até janeiro de 1987, a freqüência dos realinhamentos caiu para uma vez a cada doze meses. A mudança refletiu o gradual relaxamento dos controles de capital, que tornou mais difícil promover realinhamentos controlados. Além disso, o maior espaçamento dos realinhamentos foi um reflexo das mudanças nas condições econômicas mundiais. Os primeiros quatro anos do SME foram pontuados por uma recessão que — como o desaquecimento econômico pós-1973 que havia marcado o nascimento da Serpente — intensificou as divergências políticas na Europa. A pressão do desemprego em alguns países do SME agravou sensivelmente as tensões no novo sistema.

Isso ficou evidente em 1981, quando o novo governo socialista da França, comandado por François Mitterrand, iniciou políticas expansionistas. Permitiu-se que o déficit orçamentário aumentasse em mais do que 1% acima do crescimento do PIB e o índice de crescimento anual do M2 superou a meta de 10% estabelecida pelo governo. O franco registrou uma desvalorização assim que se instalou nos mercados a expectativa de que o eleitorado iria optar por um governo disposto a pisar no acelerador fiscal e monetário. As autoridades eleitas, sob o comando do ministro da Economia Jacques Delors, recomendaram um realinhamento imediato como uma maneira de dar um bom começo ao novo governo, o que foi rejeitado sob a alegação de que isso estigmatizaria os socialistas como sendo o partido que sempre promovia desvalorizações.

Nos quatro primeiros meses do novo governo de Mitterand, os bancos centrais da França e da Alemanha foram forçados a promover grandes intervenções para dar sustentação ao franco. Em setembro já não foi mais possível evitar a desvalorização. As aparências foram salvas pela inserção da mudança no contexto de um realinhamento geral das moedas do SME.[42]

[41] Esse período de transição foi estendido até 1990.

[42] A semelhança com o Acordo Tripartite de 1936 não se limita à tentativa de resgatar a reputação do governo socialista inserindo o realinhamento no contexto de um acordo mais amplo. Em 1936, a administração Léon Blum, que havia recentemente assumido o governo, também dera início a políticas fiscais expansionistas, reduzira as horas de trabalho e estimulara a demanda. Ao assumir o governo, a equipe de Blum havia considerado, e rejeitado, a possibilidade de desvalorizar a moeda. O governo foi, então, obrigado a permitir que o franco fosse desvalorizado quatro meses mais tarde.

Tabela 5.2
Revalorizações do marco alemão frente a outras moedas do SME
(medidas por taxas centrais bilaterais, em porcentagem)

	Franco belga/ luxemburguês	Coroa dinamarquesa	Franco francês	Florim holandês	Libra irlandesa	Lira italiana	Total EMS[a]
Ponderação[b] (em %)	16,6	4,0	32,0	17,4	1,8	27,5	100
Data de vigência do realinhamento:							
24 de setembro de 1979	+2,0	+5,0	+2,0	+2,0	+2,0	+2,0	+2,1
30 novembro de 1979	–	–	–	–	–	–	+0,2
23 de março de 1981	–	–	–	–	–	+6,4	+1,7
5 outubro de 1981	+5,5	+5,5	+8,8	–	+5,5	+8,8	+6,5
22 de fevereiro de 1982	+9,3	+3,1	–	–	–	–	+1,6
14 de junho de 1982	+4,3	+4,3	+10,6	–	+4,3	+7,2	+6,3
21 de março de 1983	+3,9	+2,9	+8,2	+1,9	+9,3	+8,2	+6,7
22 de julho de 1983	–	–	–	–	–	+8,5	+2,3
7 de abril de 1986	+2,0	+2,0	+6,2	–	+3,0	+3,0	+3,8
4 de agosto de 1986	–	–	–	–	+8,7	–	+0,2
12 de janeiro de 1987	+1,0	+3,0	+3,0	–	+3,0	+3,0	+2,6
8 de janeiro de 1990	–	–	–	–	–	+3,7	+1,0
Acumulado desde o início do SME em 13 de março de 1979	+31,2	+35,2	+45,2	+4,0	+41,4	+63,5	+41,8

Fonte: Gros e Thygesen (1991), p. 68.
[a] Revalorização média do marco alemão frente a outras moedas do SME (ponderação geométrica); com exceção da Espanha.
[b] Ponderações das moedas do SME derivadas da participação no comércio internacional entre 1984 e 1986, depois de levar em conta os efeitos de mercados externos ao SME, e expressas em termos do valor ponderado do marco alemão.
– = não aplicável.

Mas, na ausência de contenção fiscal e monetária, a situação do balanço de pagamentos francês ficou ainda pior. O mercado agiu segundo as expectativas, vendendo francos e forçando intervenções que drenaram reservas do Banco da França. Controles de capital mais rigorosos protelaram o dia do juízo final, mas não puderam fazê-lo indefinidamente.[43] O franco foi novamente desvalorizado em relação ao marco alemão em junho de 1982 e ainda uma terceira vez em março de 1983.[44] O governo francês foi levado a considerar a possibilidade de sair do SME e até mesmo da CE.[45]

Essa opção acabou se revelando excessivamente radical, em razão do investimento da França na integração européia. Prevaleceu a ala moderada do governo Mitterrand, liderada por Delors e pelo secretário do Tesouro Michel Camdessus, e o governo moderou suas políticas de incentivo à demanda. Não é que as políticas de incremento fiscal e monetário tenham sido incapazes de aquecer a economia. Ao contrário, elas foram bastante eficazes: o crescimento do PIB francês, ao contrário do que ocorreu com outros países, não foi negativo mesmo no auge da recessão européia. O que as autoridades francesas não esperavam é que as restrições externas se fizessem sentir tão rapidamente.

As políticas dos socialistas de incentivo à demanda provocaram perdas de reservas muito rápidas, em virtude da falta de coordenação de políticas entre a França e a Alemanha. Justamente no momento em que os franceses embarcaram em sua iniciativa expansionista, o Bundesbank tomou medidas para suprimir as pressões inflacionárias. Qualquer esperança de que o Bundesbank pudesse ser pressionado para baixar as taxas de juros foi frustrada em outubro de 1982, quando a coalizão socialista-liberal alemã foi substituída pelo governo mais conservador de Helmut Kohl. Ao contrário do governo de Schmidt, Kohl e seus colaboradores não queriam incentivar o Bundesbank a reduzir as taxas de juros.[46] Ficou claro que a economia européia não sairia da recessão com a taxa suposta nas projeções francesas. Níveis mais baixos

[43] Sobre mudanças nos controles de capital na França, ver Neme (1986).

[44] Em ambas as ocasiões o ajuste do franco em relação ao marco alemão foi encoberto pelo realinhamento também de outras taxas de câmbio.

[45] O fato de o governo francês ter considerado essa última opção pode parecer incrível. Mas, conforme comentado acima, a saída da França do SME teria colocado em risco a CAP, o programa fundamental da CE; portanto, a saída do SME teria comprometido seriamente a solidariedade européia. Ver Sachs e Wyplosz (1986).

[46] Ver Henning (1994), pp. 194-5.

de demanda na Europa, conjugados a um aumento do diferencial de inflação entre a França e a Alemanha, significaram perdas mais sérias para a competitividade francesa.[47] Felizmente, para o SME, os socialistas franceses acabaram se curvando a essas realidades.

Assim, o segundo quadriênio do SME foi menos turbulento que o primeiro. Com o início da recuperação econômica da Europa, as políticas de austeridade se tornaram mais toleráveis. A ameaça à convergência de políticas diminuiu. A valorização do dólar na primeira metade dos anos 80 tornou mais fácil para os governos europeus conviver com uma taxa de câmbio forte em relação ao marco. A derrocada de Mitterand havia servido como advertência, e teve como resultado trazer o mais importante parceiro da Alemanha no SME de volta para as políticas de estabilidade monetária.

A dispersão das taxas de inflação entre os diferentes países, medida por seu desvio padrão, caiu para a metade entre 1979-83 e 1983-87. Embora os controles de capital fossem parcialmente relaxados, foram mantidas importantes restrições, proporcionando aos governos algum tempo para negociar os realinhamentos. Nenhum dos quatro realinhamentos que ocorreram no período de 1983-87 superou o diferencial de inflação acumulada. Portanto os governos que desvalorizaram suas moedas não tiveram nenhum impulso adicional em sua competitividade que lhes permitisse continuar a executar políticas mais inflacionárias do que a Alemanha sem sofrer perdas alarmantes de competitividade. Assim, as políticas econômicas denotavam um endurecimento do comprometimento dos países do SME em relação à convergência nominal. O "acordo minilateral de Bretton Woods" europeu parecia estar ganhando capacidade de resistência.

ÍMPETO RENOVADO DE INTEGRAÇÃO

Embora a Comunidade Européia parecesse estar no caminho da solução de seu problema cambial, persistiam outras dificuldades fundamentais. O nível de desemprego estava perturbadoramente alto, freqüentemente na faixa de dois dígitos, e os formuladores de políticas sentiam-se manietados por seu compromisso em manter o câmbio fixo.[48] Eles se preocupavam com a capacidade dos produtores europeus de competir com os Estados Unidos e o Japão. Tudo isso os levou a considerar uma aceleração radical do processo de integração européia como uma maneira de injetar os ventos gelados da competição na economia do continente e de ajudar os produtores a explorar melhor as economias de escala e de abrangência. A iniciativa acabou tendo conseqüências profundas, e não totalmente previstas, para a evolução do Sistema Monetário Europeu.

A dinâmica que se seguiu foi complexa. Em sua forma mais esquemática, a mútua influência da unificação monetária e do processo de integração teve os seguintes desdobramentos:

- O renovado compromisso para com a fixação das taxas de câmbio por parte dos Estados membros da Comunidade Européia e a emergência da Alemanha à condição de âncora de baixa inflação no Sistema Monetário Europeu limitaram a liberdade dos países europeus de adotar políticas macroeconômicas independentes na defesa de objetivos nacionais.
- Assim, ao perseguir objetivos distributivos e metas sociais, os governos recorreram a políticas microeconômicas de contenção salarial, maior segurança de emprego e medidas cada vez mais generosas de ajuda a desempregados e concessão de outros benefícios sociais. Isso reduziu a flexibilidade e a eficiência do mercado de trabalho, resultando em desemprego elevado e crescente.[49]
- Esse problema, a "euroesclerose", deu impulso adicional ao processo de integração. O Programa do Mercado Unificado, definido na *Lei da Europa Unificada*, de 1986, procurou reduzir o desemprego e pôr fim à queda na atividade econômica na Europa

---

[47] Além disso, em virtude da rigidez do lado da oferta que afligia a economia francesa, o estímulo à demanda produziu mais inflação e menos produção do que o governo esperava. Mais impostos para cobertura de gastos com a seguridade social, salários mínimos mais altos e redução nas horas de trabalho fizeram com que os empregadores hesitassem em contratar novos trabalhadores. Com a curva da oferta agregada em queda ao mesmo tempo em que a curva da demanda agregada mostrava-se em ascensão, o resultado foi inflação em vez de crescimento.

[48] Abaixo, sugiro que o problema do desemprego na década de 80 esteve efetivamente relacionado ao advento do SME, porém não pelas razões enfatizadas pelos formuladores de políticas à época, e repetidas na maioria dos relatos históricos.

[49] Estou sugerindo, em outras palavras, que as duas explicações comumente oferecidas para o elevado desemprego na Europa — enfatizando, respectivamente, o compromisso em relação a um câmbio forte e políticas sociais que introduzem rigidez microeconômica no mercado de trabalho — não são incompatíveis entre si, nem mesmo inteiramente distintas uma da outra. As políticas que resultaram em contenção salarial e aumento nos custos para contratar e despedir empregados eram em si mesmas uma resposta aos limites à utilização autônoma de política macroeconômica impostos pelo SME.

simplificando as estruturas reguladoras, intensificando a concorrência entre os Estados membros da CE e promovendo o aproveitamento de economias de escala e de abrangência dos produtores europeus.

- A tentativa de criar um mercado europeu unificado envolvendo mercadorias e fatores de produção acelerou o impulso para a integração monetária. A eliminação dos custos de conversão entre moedas era a única maneira de eliminar as barreiras ocultas que se antepunham aos fluxos econômicos internos, forjando um mercado efetivamente integrado. A eliminação da possibilidade de os países manipularem suas taxas de câmbio era necessária para vencer a oposição protecionista à liberalização do comércio. Essas duas considerações apontavam para a necessidade da adoção de uma moeda única simultaneamente à instituição do mercado unificado. Essa concepção encontrou expressão no *Relatório Delors*, de 1989, e no Tratado de Maastricht, adotado pelo Conselho Europeu em dezembro de 1991.
- A eliminação dos controles de capital foram parte integrante da criação do mercado único. Mas a supressão dos controles dificultou a implementação dos realinhamentos periódicos que aliviavam pressões e restabeleciam o equilíbrio no Sistema Monetário Europeu. Após o início de 1987 não houve mais realinhamentos entre as moedas do ERM. Esse período passou a ser denominado como a fase do "hard SME" [SME inflexível].[50]
- Assim, a mesma dinâmica que intensificou o desejo de estabilidade da moeda eliminou a válvula de segurança que tinha permitido aos membros do ERM operar um sistema de taxas de câmbio relativamente estáveis. Tão logo isso ocorreu, registrou-se uma série de choques a partir de 1990. Uma recessão mundial fez crescerem as taxas de desemprego na Europa; uma queda ainda maior do dólar comprometeu a competitividade européia; e a unificação alemã elevou as taxas de juro em toda a Comunidade Européia.
- Nesse ponto, os líderes políticos nacionais começaram a questionar o projeto de Maastricht para a união monetária. Os mercados, por seu turno, começaram a duvidar do comprometimento dos líderes políticos em relação à defesa de suas âncoras cambiais no SME. Por fim, as pressões que cresciam no âmbito do SME não puderam ser contidas e toda a estrutura desabou.

[50] O ajuste da banda de flutuação da lira em 1990, quando a Itália mudou sua margem de variação de 6% para 2,25%, não envolveu uma mudança no limite inferior de flutuação da lira.

Dois marcos ao longo dessa trajetória foram o Relatório Delors em 1989 e o Tratado de Maastricht em 1991. Desde a época da Serpente, os governos franceses demonstravam sua inconformidade com o fato de não serem levados em conta na formulação da política monetária comum européia. Na segunda metade da década de 80 tornara-se evidente que o SME não tinha solucionado esse problema. Em um memorando de 1987 endereçado ao Conselho do ECOFIN (um conselho formado por ministros da Economia e das Finanças dos membros da CE), o ministro das Finanças francês, Édouard Balladur, defendeu a adoção de um novo sistema. "A disciplina imposta pelo mecanismo cambial", escreveu ele, "pode produzir bons resultados quando serve para exercer uma limitação sobre políticas econômicas e monetárias insuficientemente rigorosas. [Mas] ela produz uma situação anormal quando seu efeito é eximir os países cujas políticas são excessivamente restritivas de promover os ajustes necessários".[51] Uma solução para esse problema estaria em uma união monetária governada por um único banco central cujas políticas fossem estabelecidas após ouvidos todos os Estados membros.

Com a presidência da *Comissão Européia* ocupada por Jacques Delors, ex-ministro francês para Assuntos Econômicos, o apelo de Balladur foi acolhido calorosamente em Bruxelas. Mais surpreendente foi o fato de o governo alemão, de modo geral, reagir com simpatia à proposta francesa. Reveladora, porém, foi a reação crucial não do Ministério das Finanças alemão, mas de Hans Dietrich Genscher, o ministro das Relações Exteriores, que expressou estar disposto a considerar a substituição do SME por uma união monetária em troca de uma aceleração no processo de integração européia. A Alemanha desejava não apenas um mercado europeu integrado, no qual pudesse explorar as economias de escala e abrangência, mas também uma integração política mais profunda, no contexto da qual o país pudesse conquistar um papel na política externa. A união monetária era o *quid pro quo*.

A Comissão Delors, formada pelos presidentes dos bancos centrais dos Estados membros da CE, um representante da Comissão da CE e três especia-

[51] Citado em Gros e Thygesen (1991), p. 312.

listas independentes, reuniu-se oito vezes em 1988 e 1989. Seu relatório, como anteriormente o Relatório Werner, defendia a adoção da união monetária dentro de uma década, embora não definisse um prazo explícito para a conclusão do processo. Assim como seu predecessor, a Comissão Delors contemplava uma transição gradual. Mas, enquanto o Relatório Werner tinha recomendado a eliminação dos controles de capital ao final do processo, o Relatório Delors propunha que eles fossem eliminados no início, refletindo a articulação entre a união monetária e o mercado unificado. E o Relatório Delors, numa concessão às realidades políticas, não propunha a cessão das funções fiscais à CE. Em vez disso, ele recomendava a adoção de regras impondo tetos para déficits orçamentários e excluindo a possibilidade de acesso dos governos a créditos e outras formas de financiamento de dinheiro diretamente dos bancos centrais.[52]

O aspecto mais notável é que a Comissão Delors recomendou a completa centralização da autoridade monetária. Enquanto o Relatório Werner tinha concebido um sistema de bancos centrais nacionais reunidos em uma federação monetária, o Relatório Delors propunha a criação de uma nova entidade, um Banco Central Europeu (ECB), para executar a política monetária comum e para emitir uma moeda européia única. Os bancos centrais nacionais, como os bancos regionais do Federal Reserve nos Estados Unidos, se tornariam os braços operacionais dos bancos centrais.

Em junho de 1989, o Conselho Europeu aceitou o Relatório Delors e concordou em promover uma conferência intergovernamental para negociar as emendas ao Tratado de Roma necessárias à sua implementação. Novamente, é revelador o fato de que as conferências intergovernamentais, iniciadas em dezembro de 1990 e concluídas em Maastricht um ano mais tarde, assumiram para si a tarefa de implementação tanto da EMU como da união política.

Na esteira do Relatório Delors, o Tratado de Maastricht descreveu a transição a ser executada em estágios. No Estágio I, iniciado em 1990, deveriam ser eliminados os controles de capital.[53] Os países membros deveriam fortalecer a independência de seus bancos centrais e cumprir outras condições para compatibilizar suas leis domésticas com o tratado. O Estágio II, iniciado em 1994, deveria ser caracterizado pelo aprofundamento da convergência das políticas nacionais e pela criação de uma instituição temporária, o *Instituto Monetário Europeu* (EMI), para estimular a coordenação das políticas macroeconômicas e planejar a transição para a união monetária.[54] Se durante o Estágio II o Conselho de Ministros decidisse que uma maioria de países tivesse satisfeito as pré-condições, ele poderia recomendar o início do Estágio III, a união monetária. Mas para prevenir uma continuação indefinida do Estágio II, o tratado exigiu que os chefes de Estado ou de governo da UE se reunissem, no máximo, ao final de 1996 para deliberar se uma maioria de Estados membros havia satisfeito as condições para a união monetária, e se deveriam especificar uma data para seu início. Se não fosse definida uma data até o final de 1997, o Estágio III teria início em 1° de janeiro de 1999, ainda que apenas uma minoria de Estados membros cumprisse as condições estipuladas. Quando o Estágio III tivesse início, as taxas de câmbio dos países participantes seriam fixadas irrevogavelmente. O EMI seria substituído pelo ECB, que passaria a executar a política monetária comum.

A Alemanha estava relutante em concordar com esses prazos, e assentiu apenas após obter garantias de que a união monetária seria limitada aos países com um histórico de estabilidade monetária.[55] Para esse fim, o tratado especificou quatro "critérios de convergência". Esses critérios exigiam que um país candidato mantivesse sua moeda dentro das bandas de flutuação normal do ERM sem grandes tensões durante pelo menos dois anos imediatamente anteriores à entrada no sistema. Os critérios exigiam dos países que suas taxas de inflação ao longo dos doze meses precedentes não excedessem em mais de 1,5% as taxas de inflação dos três Estados membros com inflação mais baixa. Exigiam, ainda, a redução da dívida e dos déficits públicos para os valores de referência de 60% e 3% do PIB, respectivamen-

[52] Comissão para o Estudo da União Econômica e Monetária (1989), p. 30.

[53] Alguns países — entre eles Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha — tiveram permissão para manter seus controles após esse prazo. Além disso, durante o Estágio I permitiu-se que outros países readotassem controles por períodos não superiores a seis meses no caso de emergências financeiras. Como veremos na próxima seção, houve países que recorreram a essas provisões na crise do SME em 1992-93.

[54] A criação de uma entidade temporária, o Instituto Monetário Europeu, para desempenhar essas funções no Estágio II, a fase de transição, foi um retrocesso em relação ao Relatório Delors, que tinha proposto o estabelecimento do Banco Central Europeu no início do Estágio II, e não simplesmente no começo do Estágio III, da união monetária. Esse compromisso foi assumido em deferência à oposição alemã a qualquer acordo que implicasse a delegação de uma autonomia monetária nacional importante antes da implantação da união monetária plena.

[55] Essa relutância foi especialmente uma característica do Bundesbank, que manifestava forte oposição a qualquer projeto de transição que implicasse em prazos inflexíveis. Ver Bini-Smaghi, Padoa-Schioppa e Papadia (1994), p. 14.

te.[56] Também exigiam a manutenção, durante o ano precedente, de uma taxa de juros nominal de longo prazo que não excedesse em mais de 2% as taxas dos três Estados membros com melhor desempenho em termos de estabilidade de preços.

Em dezembro de 1991, quando as negociações do tratado foram concluídas, parecia que a satisfação dessas condições estava ao alcance da maioria dos Estados membros. Mal sabiam os observadores quão rapidamente a situação iria se alterar.

A crise do SME

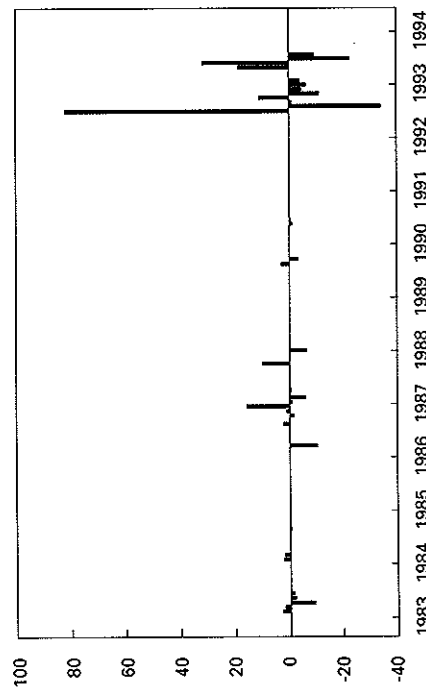
A conferência intergovernamental foi concluída com sucesso no mês de dezembro anterior e o Sistema Monetário Europeu entrou em 1992 em meio a uma onda de otimismo. Tinham se passado cinco anos desde o último realinhamento das moedas no ERM. Todos os Estados membros da Comunidade Européia, com exceção da Grécia e de Portugal, estavam participando, e Portugal estava para ser aceito.

O otimismo de que os condutores do Sistema Monetário Europeu estavam imbuídos tinha sido alimentado pelo sucesso do sistema em superar uma série de choques. O colapso do comércio com a União Soviética afetou gravemente as economias européias (como a da Finlândia) que dependiam de exportações para o Leste. Com o fim da Guerra Fria, era necessária uma infusão de ajuda às economias em transformação na Europa oriental; com isso, sobravam menos recursos para custear os fundos estruturais e outros programas de coesão da CE. A unificação econômica e monetária alemã em 1990 gerou déficits orçamentários, importações de capital e um surto de gastos que exerceram uma pressão ascendente sobre as taxas de juro em todo o continente. A queda do dólar em relação ao marco alemão e a outras moedas do ERM prejudicou ainda mais a competitividade internacional da Europa. O continente, então, entrou em uma de suas mais profundas recessões no período do pós-guerra. E com a conclusão das negociações em Maastricht, o debate público sobre a união monetária se intensificou. No entanto, a despeito dessas turbulências, os países participantes do ERM foram capazes de resistir às pressões para que alterassem suas taxas de câmbio. Os países fora

[56] Estas últimas condições foram enfraquecidas por diversas ressalvas. Por exemplo, o endividamento e os déficits podem exceder seus valores de referência se isso for considerado conseqüência de uma conjuntura excepcional e temporária, ou se eles estiverem caindo em direção àqueles valores a um ritmo aceitável.

da CE que seguiam o SME — Áustria, Noruega e Suécia — continuaram a fazê-lo com sucesso.[57]

O plebiscito realizado em 2 de junho na Dinamarca para referendar o Tratado de Maastricht foi o ponto de inflexão. Os dinamarqueses não se opuseram ao Tratado de Maastricht. Se o tratado fosse rejeitado, isso teria enfraquecido o incentivo para que os países mantivessem suas moedas dentro de suas bandas no ERM visando satisfazer as condições para a união monetária; e os países muito endividados, como a Itália, teriam menos razões para reduzir seus déficits. A lira, que tinha permanecido na banda estreita desde 1990, despencou, aproximando-se de seu limite inferior. As três moedas da banda larga (libra esterlina, peseta e escudo) sofreram uma desvalorização.

Gráfico 5.10
Operações do Bundesbank no Sistema Monetário Europeu, 1983-94
(bilhões de marcos alemães)

Fonte: Deutsche Bundesbank, *Relatórios Anuais*, diversos anos. Observação: Os valores positivos denotam intervenções do Bundesbank em defesa de outras moedas do SME.

[57] A única exceção era a Finlândia, que sofreu o colapso de seu comércio com a União Soviética e uma crise bancária. Em novembro de 1991, o Banco da Finlândia — que atrelou o marco finlandês ao ecu, mas que, por não ser um membro do SME, não recebia a ajuda dada aos países do ERM através das Linhas de Financiamento de Curtíssimo-Prazo — desvalorizou sua moeda em 12%. Apesar disso, a libra esterlina permaneceu firmemente dentro de sua banda de flutuação. O escudo português entrou para o esquema da banda larga em abril. As divergências entre as taxas de câmbio no ERM efetivamente diminuíram, registrando-se uma subida do franco francês a partir do piso de sua banda e uma queda do marco alemão, do franco belga e do florim holandês.

As pressões aumentaram com a aproximação do plebiscito francês sobre o tratado, marcado para 20 de setembro. Em 26 de agosto a libra caiu para seu piso no ERM. A lira caiu abaixo de seu piso dois dias depois. Outros países membros do ERM foram forçados a intervir em defesa de suas moedas. O Bundesbank promoveu grandes intervenções de ajuda a essas moedas (ver gráfico 5.10).

Em 8 de setembro, a ancoragem unilateral do marco finlandês ao ecu foi abandonada. Os negociantes de moedas, sobre os quais chegou-se a dizer que alguns eram incapazes de distinguir a Suécia da Finlândia, voltaram sua atenção para a coroa sueca; ao longo da semana subseqüente, o Riksbank foi obrigado a elevar sua taxa marginal de empréstimos para três dígitos. Enquanto isso, a lira permaneceu abaixo de seu piso no ERM. Uma reunião de emergência em 13 de setembro resultou em uma desvalorização de 3,5% na cotação da lira e uma valorização de 3,5% das outras moedas do ERM.

Mas os eventos que as autoridades monetárias européias esperavam que pusessem um fim na crise apenas assinalaram seu início. O primeiro realinhamento descontínuo em cinco anos lembrou aos observadores que mudanças nas taxas de câmbio do SME ainda eram possíveis. As pressões aumentaram na Grã-Bretanha, Espanha, Portugal e Itália (cujo realinhamento, acreditavam muitos observadores, tinha sido demasiadamente pequeno). Apesar de novos aumentos nas taxas de juro e de intervenções nas margens das bandas do SME, esses países sofreram enormes quedas nas reservas. A participação dos britânicos no ERM foi suspensa em 16 de setembro, e os dois aumentos nas taxas de juro assumidos nesse dia foram revertidos. Nessa noite, a Itália anunciou à Comissão Monetária que a inadequação de suas reservas em face das pressões especulativas obrigava o país a deixar a lira flutuar.[58]

Depois que a Itália e a Grã-Bretanha saíram do ERM, o franco francês, a coroa dinamarquesa e a libra irlandesa sofreram pressões. O resultado do plebiscito francês, um estreito "oui", não foi suficiente para dissipar essas pressões. O franco permaneceu pairando pouco acima do piso de sua banda, exigindo que o Banco da França e o Bundesbank promovessem grandes intervenções.[59] As pressões sobre a Espanha, Portugal e Irlanda levaram os governos desses países a apertar os controles de capital.

Em novembro, a decisão da Suécia de abandonar seu atrelamento unilateral ao ecu — depois que o governo não teve sucesso em conquistar o apoio de todos os partidos às medidas de austeridade —, deu início a outro período de seis meses de instabilidade. O Riksbank tinha sofrido enormes perdas de reservas no curso de sua defesa da coroa; no total, o banco gastou o enorme montante de US$ 3.500 por cada residente na Suécia![60] A Espanha foi obrigada a desvalorizar novamente sua moeda, desta vez em 6%, bem como Portugal, seu vizinho e parceiro de comércio. A Noruega abandonou seu atrelamento ao ecu em 10 de dezembro, e a pressão passou a ser sentida também na Irlanda e na França. Apesar de o franco ter sido defendido com sucesso, isso não ocorreu com a libra irlandesa. Em face da eliminação dos controles pela Irlanda em 1° de janeiro de 1993, a elevação das taxas para patamares de três dígitos no mercado irlandês não se mostrou suficiente.[61] A libra irlandesa foi desvalorizada em 10% em 30 de janeiro. Em maio, a incerteza envolvendo as eleições da primavera na Espanha obrigou a mais uma desvalorização da peseta e do escudo.

Novamente, houve razões para esperar que a conjuntura instável tivesse ficado para trás. Em maio, em um segundo plebiscito, o eleitorado dinamarquês, possivelmente escaldado pelas conseqüências negativas de sua decisão anterior, endossou o Tratado de Maastricht. O Bundesbank baixou suas taxas de redesconto e *Lombarda*, abrandando a pressão sobre seus parceiros no ERM. O franco francês e outras moedas no âmbito do ERM que estavam desvalorizadas registraram altas.

Como a inflação na França estava em nível inferior à da Alemanha, as autoridades francesas, ignorando uma postura de cautela, sugeriram que o franco tinha assumido a função de moeda âncora no âmbito do ERM. Sem se dar conta da fragilidade da posição, elas incentivaram o Banco da França a baixar as taxas de juro na esperança de reduzir o desemprego. O Banco da França reduziu sua taxa de redesconto prevendo que o Bundesbank acompanharia a medida. Mas quando, em 1° de julho, foram anunciados os cortes nas taxas alemãs, eles revelaram-se desapontadoramente pequenos. O ministro da Economia francês então defendeu a realização de uma reunião franco-alemã para coordenar novos cortes nos juros, mas os alemães cance-

[58] A comissão também autorizou uma desvalorização de 5% da peseta.

[59] Afirma-se que 160 bilhões de francos franceses (cerca de US$ 32 bilhões) foram gastos na defesa da moeda na semana finda em 23 de setembro. Banco para Compensações Internacionais (1993), p. 188.

[60] Afirma-se que as perdas de reservas nos seis dias que antecederam a desvalorização totalizaram US$ 26 bilhões, ou seja, mais do que 10% do PNB da Suécia. Banco para Compensações Internacionais (1993), p. 188.

[61] As dificuldades da Irlanda foram agravadas pela queda da libra esterlina (alimentada por cortes adicionais nas taxas de juro britânicas). Entre 16 de setembro e o final do ano civil, a libra caiu 13% em relação ao marco alemão.

laram seus planos de participação, levando os mercados a inferir que a Alemanha não simpatizava com a iniciativa potencialmente inflacionária proposta pela França. O franco caiu rapidamente na direção de seu piso no ERM, exigindo intervenções do Banco da França e do Bundesbank. As mesmas quedas foram registradas pelo franco belga e pela coroa dinamarquesa. Uma crise generalizada estava para estourar.

O último fim de semana de julho era a derradeira oportunidade para negociar uma reação concertada. Comenta-se ter sido considerada uma gama de alternativas, entre elas a desvalorização do franco (vetada pela França), um realinhamento geral das moedas do ERM (vetado pelos outros países), a flutuação do marco alemão fora do ERM (vetada pelos holandeses) e a obrigatoriedade de os bancos manterem um determinado montante de depósitos em função de suas posições em aberto em moedas estrangeiras (sugerida pela Bélgica, porém vetada pelos outros países). A diversidade dessas propostas indicava a ausência de um diagnóstico consensual para o problema. Na noite de domingo, os ministros e presidentes de bancos centrais reunidos defrontavam-se com a iminente abertura dos mercados financeiros em Tóquio. Na ausência de um consenso sobre o que fazer, eles optaram por alargar as bandas do ERM de 2,25% para 15%. As moedas européias deveriam flutuar com maior liberdade do que lhes tinha sido permitido na era dos valores de paridade, da Serpente e das taxas de câmbio centrais.

Compreensão da crise

É possível distinguir três explicações para a crise: harmonização inadequada de políticas passadas, harmonização inadequada de políticas futuras e as próprias pressões especulativas.

De acordo com a primeira explicação, alguns países, especialmente a Itália, a Espanha e o Reino Unido, ainda não tinham baixado suas taxas de inflação para patamares inferiores aos de seus parceiros no ERM. O acúmulo de inflação excessiva resultou em valorização exagerada das moedas, agravando os déficits nas contas correntes. Esses problemas foram exacerbados pelo fato de o dólar e o iene estarem subvalorizados. Os negociantes de moedas, por seu turno, entenderam que grandes déficits em conta corrente não poderiam ser financiados indefinidamente. Segundo esse ponto de vista, a decisão de partir para o "hard SME" (SME inflexível) em 1987 fora prematura; os países deveriam ter continuado a ajustar suas taxas centrais conforme necessário para eliminar os desequilíbrios competitivos.[62]

[62] Este ponto de vista é apresentado com clareza em Branson (1994) e von Hagen (1994).

Tabela 5.3
Indicadores de modificações cumulativas em competitividade, 1987-ago. 1992
(em porcentagem)

País	Em relação a outros países da CE[a]		Em relação aos países industrializados	
	Preços ao produtor	Unidade de custos de mão-de-obra[b]	Preços ao produtor	Unidade de custos de mão-de-obra[b]
Bélgica	4,0	5,6	1,3	2,7
Dinamarca	3,6	6,4	-0,5	3,8
Alemanha (Ocidental)	1,7	0,5	-3,8	-5,5
Grécia	n.d.	n.d.	-10,2	15,6
França	7,9	13,3	3,3	7,2
Irlanda	6,4	35,7	1,3	27,9
Itália	-3,0	-7,0	-6,4	-9,8
Holanda	1,5	5,2	-1,4	1,9
A partir da entrada no ERM[c] — agosto de 1992				
Espanha	-2,1	-7,5	-8,1	13,8
Portugal	n.d.	-4,6	n.d.	-6,9
Reino Unido	-1,7	-0,4	-4,0	8,3

Fonte: Committee of Governors of the Central Banks of the Member States of the European Economic Community (1993a).
[a] Exceto a Grécia.
[b] Setor de manufatura.
[c] Espanha: junho de 1989; Portugal: abril de 1992; Reino Unido: outubro de 1990.
n.d. = não disponível.

Entretanto, os dados não apóiam inequivocamente essa interpretação.[63] A tabela 5.3 apresenta as estimativas da própria Comissão de Presidentes de Bancos Centrais da CE de modificações cumulativas na competitividade às

Compreensivelmente, ele foi assumido nos relatos oficiais. Ver Bank for International Settlements (1993), Commission of the European Communities (1993) e Committee of Governors of Central Banks of the Member States of the European Economic Community (1993a, b).

[63] Uma das razões pelas quais estes dados não são tão reveladores é que a Europa sofreu um enorme choque assimétrico: a unificação alemã. O aumento no consumo e nos investimentos vinculados à unificação elevou a demanda por mercadorias alemãs. No curto prazo, isto pressionou para cima os preços alemães em relação aos praticados em outros países do ERM. A conseqüência foi que as taxas de inflação em outros países da Europa não tinham

vésperas da crise de 1992.[64] Entre os países que participavam do SME desde 1987, apenas a Itália revela uma evidente deterioração de competitividade. Os custos unitários de mão-de-obra italiana aumentaram 7% em relação aos outros países da CE, e 10% em relação aos países industrializados.[65] O único outro país nesse grupo cujos custos de mão-de-obra cresceram em proporção comparável é a Alemanha, que não sofreu um ataque especulativo. Em outras palavras, não há nada na tabela 5.3 que justifique obviamente os ataques ao franco francês, ao franco belga, à coroa dinamarquesa e à libra irlandesa.[66]

Também não fica evidente, a partir dos dados de custo unitário de mão-de-obra e de preços no atacado, na tabela 5.3, que a libra esterlina estivesse supervalorizada. Seria possível objetar que o problema estava no período anterior à entrada do Reino Unido no ERM, em outubro de 1990.[67] Não é possível, porém, afirmar com segurança que essa fosse a percepção dos mercados: a taxa da libra para um ano no mercado a termo também permanecera dentro de sua banda no ERM até apenas algumas semanas antes da crise

apenas de permanecer tão baixas quanto na Alemanha; elas tinham de ser ainda menores. Infelizmente, é impossível saber com precisão para que patamares deveriam cair as taxas de inflação nos demais países. Uma maneira de chegar a uma estimativa é examinar os "ganhos de competitividade", em cujo cálculo entram os preços relativos. Eichengreen e Wyplosz (1993) consideram a conta corrente do balanço de pagamentos e a lucratividade do setor de manufatura como duas variáveis cujos valores teriam registrado uma piora no caso de um ajustamento inadequado à mudança nas condições competitivas. Somente no caso da Itália ambas as medidas indicam um agravamento no período que antecedeu a crise. No caso espanhol, há uma piora na conta corrente, mas não na lucratividade; para o Reino Unido deu-se o contrário. Outros países cujas moedas foram atacadas — Dinamarca, França e Irlanda, por exemplo — não registraram um agravamento significativo medido através de nenhuma dessas variáveis no período que antecedeu a crise.

[64] Ela distingue dois indicadores: preços para o produtor e custos unitários do trabalho; e dois grupos de comparação: outros países da CE e todos os países industrializados. Este último deve acusar o efeito da desvalorização do dólar e do iene.

[65] Embora o segundo parâmetro seja mais alto para a Grécia, esse país ainda não havia aderido ao ERM.

[66] São menos nítidas as evidências para os três países que entraram no ERM entre junho de 1989 e abril de 1992 — Espanha, Portugal e Reino Unido. Espanha e Portugal experimentaram inflação maior do que seus parceiros mais ricos no ERM, mas isso podia ser esperado de países em rápido crescimento passando a produzir bens com maior valor agregado. Consulte a discussão do efeito Balassa-Samuelson na penúltima seção do cap. 4. Embora países como a Espanha tivessem a possibilidade de registrar maior inflação do que seus parceiros mais industrializados no ERM, pode-se defender a opinião de que o governo Espanhol exagerou.

[67] Ver Williamson (1993).

Tabela 5.4
Taxas de desemprego, 1987-92[a]

País	Percentual de mão-de-obra civil			
	Média 1987-89	1990	1991	1992[b]
Bélgica	10,0	7,6	7,5	8,2
Dinamarca	6,6	8,1	8,9	9,5
Alemanha (Ocidental)[c]	6,1	4,8	4,2	4,5
Grécia	7,5	7,0	7,7	7,7
Espanha	19,1	16,3	16,3	18,4
França	9,9	9,0	9,5	10,0
Irlanda	17,0	14,5	16,2	17,8
Itália	10,9	10,0	10,0	10,1
Luxemburgo	2,1	1,7	1,6	1,9
Holanda	9,2	7,5	7,0	6,7
Portugal	5,9	4,6	4,1	4,8
Reino Unido	8,7	7,0	9,1	10,8
CEE				
Média	9,7	8,3	8,7	9,5
Dispersão[d]	2,7	2,6	3,3	3,7
Banda estreita original do ERM				
Média	8,1	7,2	7,1	7,4
Dispersão[d]	2,2	2,2	2,8	2,9
Estados Unidos[e]	5,7	5,5	6,7	7,3
Japão	2,5	2,1	2,1	2,2

Fonte: Eurostat.
[a] Definição padronizada.
[b] Estimativas.
[c] Para 1992, as taxas de desemprego (definição nacional) são: 14,3% para a Alemanha Oriental e 7,7% para a Alemanha como um todo.
[d] Desvio padrão ponderado.
[e] Percentual da mão-de-obra total.

de setembro. Com efeito, essa é a falha fundamental nas explicações que atribuem a crise à inflação excessiva e à supervalorização das moedas: se os motivos dos ataques tivessem sido os efeitos cumulativos de inflação excessiva e de déficits nas contas correntes, as dúvidas dos mercados deveriam ter se refletido no comportamento das taxas de câmbio a termo e nos diferenciais de juros. Uma vez que a inflação e os déficits são variáveis que evoluem lentamente, seus efeitos deveriam ter se refletido em um movimento gradual das taxas futuras para os bordos das bandas do ERM e no gradual alargamento dos diferenciais de juros. No entanto, essas variáveis não registraram um movimento perceptível até que repentinamente deram um salto às vésperas da

crise.[68] Até então, elas continuaram a sinalizar taxas de câmbio futuras bem no interior das bandas estabelecidas pelo ERM. Nenhum desses valores sugere que os mercados atribuíssem uma probabilidade significativa à desvalorização até o momento que a antecedeu.[69]

O complemento óbvio a essa ênfase nos desequilíbrios das políticas passadas são as mudanças nas políticas futuras. Os países que vinham adotando políticas de austeridade com o objetivo de manter o equilíbrio externo experimentaram um desemprego crescente. (A tabela 5.4 apresenta as taxas de desemprego nesses países nos anos que antecederam a crise.) O choque da unificação alemã exigiu um aumento dos preços na Alemanha em relação aos praticados em outros países europeus. Enquanto as taxas de câmbio permanecessem fixas, essa mudança nos preços relativos podia ser efetivada apenas com inflação mais rápida na Alemanha ou inflação mais lenta nos demais países. Previsivelmente, o Bundesbank preferiu a segunda alternativa. Ele elevou as taxas de juro para assegurar que o ajuste não ocorresse como resultado de inflação na Alemanha. Portanto, o ajuste somente poderia ocorrer com desinflação no exterior. Tendo em vista a lentidão do ajuste nos mercados de trabalho europeus, desinflação significava desemprego.

Por sua vez, o aumento do desemprego significava um declínio no apoio às políticas de austeridade necessárias para defender as âncoras no ERM. Poderia chegar um momento em que um governo que tivesse abraçado tais políticas seria destituído do poder por um eleitorado insatisfeito, ou que, com o objetivo de eliminar essa possibilidade, as autoridades decidissem abandonar suas políticas restritivas. Prevendo essa eventualidade, os mercados atacaram as moedas dos países que tinham as taxas de desemprego mais altas e os governos mais fracos.[70] Conforme previsto, há uma correlação entre a incidência da crise e os países com os problemas de desemprego mais graves.

[68] Uma análise cuidadosa das evidências é apresentada por Rose e Svensson (1994).

[69] Não devemos exagerar esse ceticismo. Embora os dados não falem com clareza, mesmo assim suas vozes abafadas sugerem que as moedas do ERM não foram atacadas aleatoriamente. A Itália é o único país para o qual as evidências de desequilíbrios competitivos não são ambíguas e a lira foi a primeira moeda do ERM a ser expulsa do sistema. De fato, alguns indicadores sugerem a existência de problemas no Reino Unido, na Espanha e em Portugal; foram esses países do ERM cujas moedas sofreram o ataque seguinte e foram realinhadas ou expulsas do sistema. Entretanto, as evidências de desequilíbrios competitivos não são absolutamente inequívocas, e o fato de outras moedas também terem sofrido ataques sugere que somente essa explicação não basta para explicar os fatos.

[70] Um modelo formal deste processo é apresentado por Ozkan e Sutherland (1994).

Essa explicação também estabelece um nexo entre comportamento do mercado e a controvérsia envolvendo o Tratado de Maastricht. Se o tratado não fosse ratificado (o que pareceu possível no intervalo entre os plebiscitos na Dinamarca e na França), não valeria a pena um país arcar com o ônus do desemprego como uma forma de demonstrar seu compromisso em participar da união monetária. Não é, portanto, coincidência o fato de que as tensões no câmbio emergiram quando os dinamarqueses rejeitaram o tratado em junho, ou de que elas registraram um pico imediatamente antes do plebiscito na França em 20 de setembro.

Entretanto, essa explicação também não se ajusta bem ao comportamento das taxas de câmbio futuras. Se os observadores consideraram haver uma probabilidade significativa de ocorrer uma mudança para uma política expansionista, por que, então, as taxas a termo de um ano das moedas do ERM que foram atacadas na segunda semana de setembro não saíram de suas bandas no ERM em julho ou agosto? Com exceção da lira italiana, a única moeda do ERM cuja taxa futura caiu para fora de sua banda antes de setembro foi a coroa dinamarquesa — algo não surpreendente, tendo em vista o fato de a Dinamarca não ter referendado o tratado.[71]

Isso nos leva ao terceiro fator que poderia ter influído em 1992-93: ataques que contribuem, eles mesmos, para criar as circunstâncias que os justifiquem.[72] O mecanismo pode ser melhor explicado através do seguinte exemplo.

Suponhamos que o orçamento esteja equilibrado e que as contas externas não estejam desequilibradas, de modo que não há qualquer ameaça de crise no balanço de pagamentos. As autoridades podem manter indefinidamente as políticas correntes e essas políticas darão sustentação à taxa de câmbio na ausência de um ataque. Agora, imaginemos que os especuladores ata-

[71] Novamente, não se deve exagerar esse ceticismo. Evidentemente, uma recessão provocando um aumento nas taxas de desemprego na Europa deixava os governos em posição mais desconfortável. Não resta dúvida de que a recessão intensificou a oposição da opinião pública às políticas de austeridade exigidas para manter a paridade cambial. Apesar disso, não é possível afirmar com segurança se os formuladores de políticas ficaram em posição tão incômoda a ponto de estar dispostos a abandonar suas políticas anteriores ou se o clima no mercado, expresso nas taxas a termo, atribuía uma probabilidade significativa a esse curso para os eventos.

[72] A contribuições mais originais e influentes a essa literatura estão em Flood e Garber (1984) e Obstfeld (1986). O exemplo a seguir foi extraído de Eichengreen (1994b). Os leitores reconhecerão o paralelo com a interpretação da crise da libra em 1931 desenvolvida no cap. 3.

quem a moeda. As autoridades devem permitir que as taxas de juro domésticas se elevem, para assegurar a defesa da moeda, pois é preciso criar um ambiente onde seja indiferente, para os especuladores, possuir ativos denominados em moeda doméstica, cuja taxa de retorno é a taxa de juros doméstica, ou ativos denominados em moeda estrangeira, cujo rendimento é a taxa de juros estrangeira mais a taxa de depreciação esperada. Mas a necessária elevação nas taxas de juro pode, ela mesma, alterar a avaliação do governo sobre os custos e benefícios da defesa da taxa. As taxas de juro mais elevadas necessárias para defender a moeda reduzirão a absorção e agravarão o desemprego, acentuando também as conseqüências danosas das políticas vigentes. Elas farão aumentar o peso da dívida de hipotecas, especialmente em países como o Reino Unido, onde as taxas hipotecárias são efetivamente indexadas a taxas de mercado. Elas farão com que os tomadores desses financiamentos fiquem inadimplentes, comprometendo a estabilidade de sistemas bancários frágeis. Elas aumentarão os custos do serviço da dívida e exigirão a adoção de novos impostos que implicarão em distorções. Suportar medidas de austeridade correntes em troca de uma melhoria futura de reputação na defesa da taxa de câmbio pode se tornar menos atraente se um ataque especulativo elevar o custo de execução do primeiro conjunto de políticas. Até mesmo um governo que teria aceito esse sacrifício na ausência de um ataque poderá preferir rejeitá-lo quando submetido a pressões especulativas.

Em tais circunstâncias, um ataque especulativo pode ter sucesso mesmo se em sua ausência a âncora cambial pudesse e tivesse sido mantida indefinidamente. Isto vai contra os modelos padrão de crises de balanço de pagamentos, onde os especuladores instados a agir pelas políticas incoerentes e insustentáveis estão apenas antecipando o inevitável, agindo em antecipação a uma desvalorização que deve, de qualquer forma, ocorrer.[73] Neste exemplo, a desvalorização não ocorrerá inevitavelmente; o ataque provoca um desfecho que de outra forma não ocorreria. É um caso de profecia que contribui, ela mesma, para sua própria concretização.

Há motivos para pensar que modelos de crises nos quais a própria expectativa de uma catástrofe faz com que ela venha a ocorrer são aplicáveis ao ERM na década de 90.[74] Consideremos o leque de opções com que se defrontavam os Estados membros da UE empenhados em satisfazer as con-

[73] Ver Krugman (1979).

[74] Essa tese é defendida por Eichengreen e Wyplosz (1993), Rose e Svensson (1994) e Obstfeld (1996).

dições para participar da união monetária européia. O Tratado de Maastricht estipula como condição de participação a manutenção da estabilidade cambial durante dois anos imediatamente anteriores à entrada na união. Mesmo se um país estiver com a casa arrumada — com suas finanças domésticas em ordem — e seu governo estiver disposto a sacrificar sua austeridade corrente pelo cumprimento futuro das condições de participação na união monetária, uma crise no mercado de câmbio que o obrigue a desvalorizar sua moeda e abandonar sua taxa no ERM poderá, ainda assim, desqualificá-lo para a participação. E se o país deixar de estar qualificado para a EMU, seu governo não tem vantagens em continuar adotando as políticas exigidas dos países que desejam ser membros da união. O país estará, portanto, inclinado a passar a adotar uma postura monetária e fiscal mais acomodativa. Mesmo que na ausência de um ataque especulativo não haja um problema com os fundamentos econômicos, correntes ou futuros, se um ataque vier a ocorrer, o governo terá um estímulo para modificar sua política numa direção de maior acomodação, confirmando as expectativas dos especuladores. Em outras palavras, o Tratado de Maastricht proporcionou um terreno particularmente fértil para ataques que materializam suas próprias expectativas.

A EXPERIÊNCIA DOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

Assim, em grande parte do mundo industrializado as duas décadas pós-Bretton Woods foram assinaladas por movimentos no sentido da adoção de maior liberdade de flutuação do câmbio. Isso se aplica ao câmbio dólar-iene e dólar-marco alemão; isso vale para as taxas de câmbio intra-européias após a crise do SME de 1992. A tendência foi uma reação às pressões resultantes do aumento da mobilidade internacional do capital.

O mesmo padrão era evidente no mundo em desenvolvimento. A flutuação não era atraente para os países com mercados financeiros imaturos, onde instabilidades poderiam resultar em níveis elevados de volatilidade nas taxas de câmbio. Ela não era atraente para países em desenvolvimento muito pequenos e muito abertos, onde as flutuações do câmbio poderiam perturbar gravemente a alocação de recursos. A vasta maioria dos países em desenvolvimento, portanto, ancorava suas moedas sob a proteção dos controles de capital.

Ao longo do tempo, tornou-se cada vez mais difícil compatibilizar o câmbio fixo com o esforço para liberalizar os mercados financeiros. Os países em desenvolvimento recorreram a políticas de substituição de importações e de contenção financeira na esteira da Segunda Guerra Mundial. Na América Latina, por exemplo, onde os países sofreram enormemente devido

à depressão da década de 30, constatou-se a necessidade de proteger a economia dos caprichos dos mercados internacionais. Barreiras tarifárias e controles de capital foram empregados para segregar as transações domésticas e internacionais. Controles de preços, *marketing boards* e restrições financeiras foram usados para orientar o desenvolvimento doméstico.[75] O modelo funcionou suficientemente bem no período imediatamente após a guerra, quando tanto o comércio internacional como os empréstimos internacionais ainda não tinham se recuperado, e um elenco de novas tecnologias proporcionava amplas oportunidades para um *crescimento extensivo*. Com o tempo, porém, as políticas intervencionistas eram cada vez mais apropriadas por grupos de interesses particulares. O volume de comércio e de empréstimos cresceu e a exaustão das oportunidades de crescimento fácil cobrou um preço extra da flexibilidade proporcionada pelo sistema de preços. Já desde a década de 60, os países em desenvolvimento começaram a passar da substituição de importações e repressão financeira para o incentivo a exportações e liberalização do mercado.

As conseqüências não foram diferentes daquelas experimentadas pelos países industrializados: os mercados domésticos foram liberalizados, os fluxos financeiros internacionais tornaram-se mais difíceis de controlar. A manutenção dos controles de capital tornou-se mais onerosa e desestabilizadora. E com o aumento no número de bancos comerciais que concediam empréstimos para os países em desenvolvimento, cresceu o volume dos fluxos internacionais de capital, tornando mais problemático seu gerenciamento. Tornou-se cada vez mais difícil resistir a pressões visando permitir que a moeda valorizasse ao ocorrer surtos de entrada de capital, ou com o objetivo de deixar a taxa de câmbio ser desvalorizada para facilitar ajustes quando o capital deixava o país.

Os maiores países em desenvolvimento eram os que mais se inclinavam a liberar suas taxas de câmbio fixas. Embora 73% dos grandes países em desenvolvimento ainda mantivessem seus câmbios fixos até 1982, em 1991 essa proporção tinha caído para 50%.[76] No caso dos países pequenos, esses números foram, respectivamente, 97% e 84%. Mesmo nesses países podiam

[75] A estratégia foi expressa nas publicações da Comissão Econômica da ONU para a América Latina; análises críticas dessa doutrina são apresentadas em Fishlow (1971) e Ground (1988).

[76] Uma parcela crescente de países que conservaram o câmbio fixo manteve-o atrelado a uma cesta de moedas, e não a uma única moeda. Ver Kenen (1994), p. 528.

ocorrer transformações surpreendentes: por exemplo, Guatemala e Honduras, cujas moedas tinham permanecido atreladas ao dólar norte-americano durante, respectivamente, sessenta anos e mais de setenta anos, romperam esses vínculos em 1986 e 1990. Raras moedas permaneceram em livre flutuação; os governos preocupados com a volatilidade resultante de mercados rarefeitos administravam pesadamente suas taxas de câmbio.

A diversidade da experiência dos países em desenvolvimento gerou um debate em torno da eficácia de políticas alternativas. Os países que mantiveram esquemas de câmbio fixo durante todo o período registraram taxas de inflação relativamente baixas, diferentemente dos países que mantiveram esquemas de câmbio flexível durante o período e daqueles que migraram do câmbio fixo para o flutuante.[77] Em conseqüência, argumentava-se, o câmbio fixo impunha disciplina sobre as autoridades, obrigando-as a conter as tendências inflacionárias. A falha óbvia nesse raciocínio era o fato de que a relação de causa e efeito podia ocorrer no sentido inverso: o que ocorria não era que o câmbio fixo impusesse uma disciplina antiinflacionária, mas sim o fato de que os governos em condições de praticar políticas de estabilidade de preços por razões independentes estavam em condições mais favoráveis para manter paridades constantes.

Sebastian Edwards examinou essa questão em detalhes, analisando os determinantes de inflação para diversos países em desenvolvimento e levando em conta uma ampla diversidade de fatores além da taxa de câmbio.[78] Seus resultados sugerem que o câmbio fixo proporcionou uma disciplina antiinflacionária adicional mesmo quando outros possíveis determinantes de inflação são levados em conta.

Essas evidências sugerem que uma taxa fixa é particularmente atraente para governos que desejem controlar uma inflação elevada. O câmbio fixo pode deter o componente inflacionário dos produtos importados e reduzir enormemente a taxa de inflação. Isso permite restabelecer a ordem no sistema tributário e uma avaliação da adequação das medidas fiscais e monetárias do governo. Não é surpreendente, portanto, que a adoção de taxas de câmbio fixas tenha sido um elemento integrante de programas de estabilização "heterodoxos" na América Latina, Europa oriental e em outras regiões do mundo em desenvolvimento.

[77] Kenen (1993) apresenta dados e um aprofundamento da discussão.

[78] Ver Edwards (1993).

Mas a utilização de um câmbio fixo como âncora nominal em um programa de estabilização tem seus custos. A inflação doméstica ainda assim necessita de tempo para cair, o que pode levar a uma supervalorização real. Com a ampliação do déficit nas contas correntes, o câmbio fixo e o próprio programa de estabilização podem desmoronar. Um câmbio fixo só dá suporte à credibilidade antiinflacionária de fato se o governo assumir um compromisso sério em relação à sua manutenção; por essa razão, a fixação de uma taxa unicamente com a finalidade de acompanhar a transição para uma estabilidade de preços poderá se tornar um beco sem saída, aumentando a fragilidade financeira e expondo o país a riscos de uma crise especulativa. Inversamente, países que anunciam sua intenção de abandonar seu câmbio fixo temporário podem descobrir que este proporciona baixa credibilidade antiinflacionária.

Uma resposta extrema para esse dilema — e uma política que tem conquistado adeptos nos últimos anos — é a instituição de uma *diretoria da moeda* ("currency board"). Nesse caso, um país adota uma legislação específica ou uma emenda constitucional exigindo que o banco central ou o governo atrele a moeda nacional à de um parceiro de comércio. Essa abordagem é implementada ao se permitir que a autoridade monetária emita determinado montante de moeda doméstica apenas quando ocorrerem entradas da divisa estrangeira em valor equivalente. Uma vez que alterar a lei ou a constituição requer um esforço político formidável, haverá chances relativamente pequenas de que a taxa cambial venha a ser abandonada. A consciência dessa realidade deve acelerar o ajustamento de produtores e consumidores ao novo regime de estabilidade de preços, contendo a inflação e minimizando os problemas de supervalorização da moeda que normalmente surgem imediatamente após o estabelecimento de um câmbio fixo.

"Currency boards" foram adotados em economias pequenas e abertas, como em Hong Kong, nas Bermudas e Ilhas Caimã, e em países em desenvolvimento menos abertos ao comércio, como a Nigéria e a África oriental britânica. Eles funcionaram na Irlanda de 1928 a 1943 e na Jordânia desde 1927 até 1964.[79] Um esquema semelhante ao de um "currency board" foi estabelecido pela Argentina em 1991 como parte de sua tentativa para interromper uma série de anos de inflação elevada, pela Estônia em 1992 para prevenir o surgimento de problemas análogos e pela Lituânia em 1994.

[79] Uma lista abrangente de exemplos de "currency boards" é apresentada no Apêndice C em Hanke, Jonung e Schuler (1993).

A semelhança entre os "currency boards" e o padrão ouro é notável. No cenário do padrão ouro, seu estatuto autorizava os bancos centrais a emitir mais moeda apenas mediante a aquisição de ouro ou, às vezes, de divisas conversíveis; no caso do "currency board" as regras são similares, exceto pelo fato de não haver uma cláusula referente ao ouro. No cenário do padrão ouro, a manutenção de um preço doméstico fixo para o ouro resultava em uma taxa de câmbio fixa; com o "currency board", a moeda doméstica é atrelada diretamente à moeda estrangeira.

Além disso, a fragilidade do sistema de "currency board" é a mesma do padrão ouro: margem limitada para intervenções de um emprestador de última instância. A autoridade monetária fica de mãos atadas no caso de falências de bancos e, no pior dos casos, na eventualidade de um colapso do sistema bancário. A menos que ela disponha de um excedente de reservas, a autoridade monetária é impedida de injetar liquidez no sistema financeiro doméstico. E mesmo se ela dispuser de um excedente de reservas suficiente que lhe permita promover uma intervenção como emprestador de última instância, essa ação poderá ser contraproducente. Os investidores, ao verem o "currency board" emitindo crédito sem adquirir divisas estrangeiras, poderão concluir que as autoridades políticas atribuem uma prioridade maior à estabilidade do sistema bancário do que ao câmbio fixo. A reação dos investidores será levar seus recursos financeiros para fora do país, em antecipação a uma possível desvalorização e a um abandono do sistema de "currency board", drenando liquidez do sistema financeiro mais rapidamente do que as autoridades poderiam repor. Em um país com um "currency board", assim como no cenário do padrão ouro, poderá não existir uma resposta eficaz para a crise financeira.[80]

Em certo sentido, evidentemente, essa é a razão para adotar um "currency board", o que reflete uma decisão de sacrificar a flexibilidade em troca de credibilidade. Mas a rigidez que é o ponto forte do "currency board" é também seu ponto fraco. Uma crise financeira que provoque o colapso do sistema bancário pode incitar oposição ao próprio "currency board". Antecipando-se a isso, o governo poderá abandonar seu "currency board" por temor de que o sistema bancário e as atividades econômicas sejam ameaçados.

Esse problema é mais grave em alguns países do que em outros. Em um país pequeno, com um número limitado de instituições financeiras e com um sistema bancário concentrado, é possível articular operações salva-vidas nas

[80] Essa análise é detalhada por Zaragaza (1995).

quais os bancos mais fortes socorrem os mais fracos. Nas nações onde os bancos domésticos são afiliados a instituições financeiras estrangeiras, eles podem recorrer a ajuda externa.

Por essas razões, os "currency boards" funcionaram com sucesso durante períodos relativamente longos nas Bermudas, nas Ilhas Caimã e em Hong Kong. Na Argentina, entretanto, não encontramos nenhuma dessas condições. Em 1995, quando uma crise financeira no México interrompeu os fluxos de capital para outros países da América Latina, o sistema financeiro argentino foi ameaçado de colapso. Somente com um empréstimo internacional de US$ 8 bilhões organizado pelo FMI, usado em parte para lastrear um esquema de seguro dos depósitos e recapitalizar o sistema bancário, a crise foi superada.

Outra resposta para o problema consiste em os países fixarem seu câmbio coletivamente, em vez de fazê-lo unilateralmente. A única experiência notável dessa abordagem é o franco da CFA.[81] Os treze países membros compartilham dois bancos centrais: sete nações utilizam o Banco Central dos Estados da África ocidental, ao passo que as outras seis usam o Banco dos Estados da África central. Os dois bancos centrais emitem moedas equivalentes, ambas denominadas franco CFA, que são atreladas ao franco francês. Esse atrelamento permaneceu inalterado durante 46 anos, antes de as moedas da zona do franco CFA terem sido desvalorizadas em relação ao franco francês em 1994. Dessa maneira, os membros dessas uniões monetárias não somente gozavam de uma estabilidade de suas moedas uns em relação aos outros, como também mantiveram por longo tempo uma taxa de câmbio estável frente à moeda da antiga potência colonial.

Os países da zona do franco sofreram uma acentuada deterioração em seus termos de troca na segunda metade da década de 80, quando o preços do cacau e do algodão caíram. Apesar disso, em nenhum momento eles deixaram de viver com uma inflação mais baixa que a de seus países vizinhos cujas moedas eram mantidas em flutuação independente (Gâmbia, Gana, Nigéria, Serra Leoa e Zaire) e que a dos países próximos que praticavam uma política de flutuações administradas (Guiné-Bissau e Mauritânia); além disso, o desempenho do setor produtivo na zona do franco CFA não foi nitidamente inferior.

Duas circunstâncias especiais desempenharam um papel na estabilidade da taxa de câmbio do franco CFA em relação ao franco francês. Primeiro, todos os países membros mantinham restrições sobre os pagamentos de transações na conta de capital e diversos deles mantinham restrições limitadas sobre os pagamentos de transações em conta corrente. Neste caso, como em outros países, os controles de capital parecem ter estado associados à viabilidade do câmbio fixo. Segundo, os países do franco CFA receberam amplo apoio do governo francês. Além da ajuda externa (sendo a França o maior doador bilateral para suas antigas colônias), eles eram beneficiados por financiamentos praticamente ilimitados para equilibrar seus balanços de pagamentos. A França assegurava a conversibilidade do franco CFA em sua paridade fixa ao permitir que os dois bancos centrais regionais fizessem saques a descoberto ilimitados de suas contas junto ao Tesouro francês.

Vale observar o contraste com o SME. Enquanto as paridades cambiais intra-européias tiveram de ser mudadas a intervalos de poucos anos, o vínculo entre o franco francês e o franco CFA permaneceu inalterado durante quase meio século. Embora o apoio ilimitado não tenha sido explicitamente oferecido pelo Ato de Fundação do SME, esse apoio foi proporcionado pelo Tesouro francês ao membros da zona do franco CFA. A diferença pode ser atribuída à credibilidade do compromisso dos países da zona do franco em se ajustar, o que assegurava à França que suas obrigações financeiras seriam, em última instância, limitadas. Os dois bancos centrais eram obrigados a apertar suas políticas monetárias quando faziam saques a descoberto. A França podia permanecer confiante em que os ajustes seriam feitos em virtude da dimensão da ajuda externa bilateral por ela prestada, que os países beneficiários não podiam se dar ao luxo de colocar em risco.

Na década de 90, os mesmos fatores que desestabilizaram o câmbio fixo em outras regiões do mundo — a crescente dificuldade de conter os movimentos internacionais de capital e a natureza cada vez mais controversa das políticas governamentais — forçaram uma desvalorização do franco CFA. A despeito dos déficits persistentes, os dois bancos centrais africanos hesitavam em promover o grau necessário de aperto em suas políticas monetárias. As duras restrições ao crédito ameaçavam desestabilizar os sistemas bancários já debilitados pelas conseqüências do colapso nos preços das "commodities". Politicamente, isso custava muito caro aos governos desses países, deixando-os relutantes em promover um aperto monetário. E os cortes salariais draconianos provocaram a deflagração de greves gerais na República dos Camarões e em outros países da zona do franco, fazendo com que as autoridades cedessem. Na ausência de ajustes, o governo da França deixou claro haver limites à ajuda financeira que ele estava disposto a prestar. Em troca da manutenção de sua ajuda, os franceses exigiram que os ajustes fossem feitos em

[81] CFA é a sigla para Communauté Financière Africaine. Uma referência básica sobre a economia da zona do franco CFA é Boughton (1993).

parte através de uma desvalorização. Assim, o franco CFA foi desvalorizado em 50% em relação ao franco francês no início de 1994.

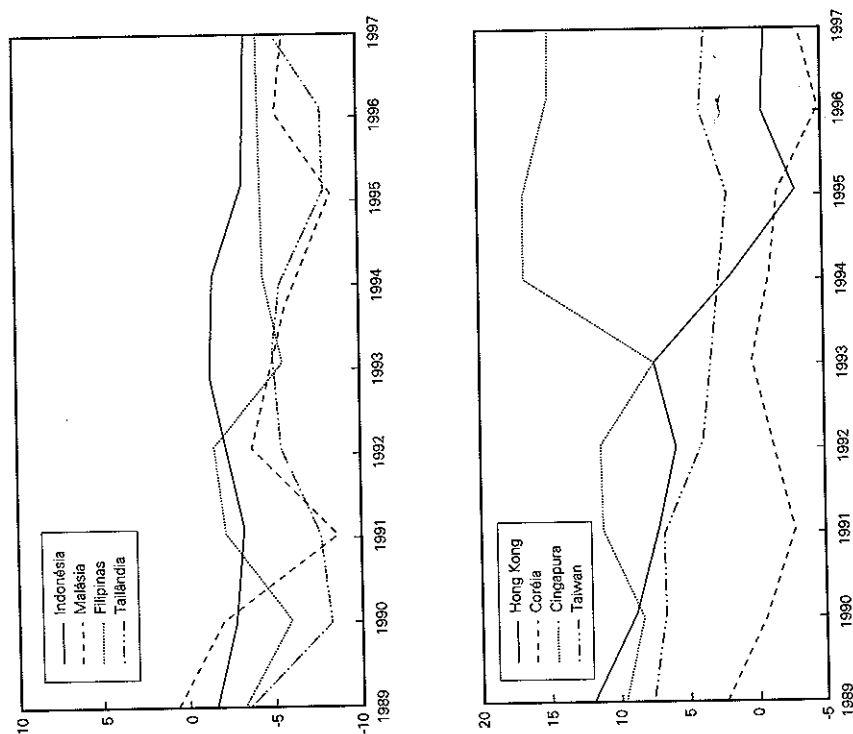
A CRISE ASIÁTICA

A Ásia das altas taxas de crescimento foi a região que por muito tempo pareceu a que melhor se insulara dessa volatilidade. A situação mudou em 1997, e com uma vingança. O fato de a Ásia, aparentemente o último baluarte da estabilidade, sucumbir aos problemas cambiais que afligiam o resto do mundo ressaltou a universalidade das pressões em curso pela transformação do sistema monetário internacional.

A crise asiática foi tão chocante por ter ocorrido sobre o pano de fundo de condições econômicas e financeiras favoráveis. Suas políticas monetárias e fiscais eram em geral bem equilibradas. Os tigres asiáticos não ostentavam nem os enormes déficits fiscais, nem a inflação persistente característicos de outros países em desenvolvimento propensos a crises. Seu crescimento rápido fora alimentado pelo expressivo crescimento das exportações, o qual minimizou as pressões sobre o balanço de pagamentos tão deletérias em outras partes. Sua performance admirável persistiu até os anos 1990. Entre 1992 e 1995, a economia chinesa cresceu a taxas de dois dígitos. Indonésia, Malásia, Cingapura, Coréia do Sul e Tailândia, todos cresceram a taxas superiores a 7% ao ano. Em 1994-95, as exportações da Malásia, Filipinas, Cingapura e Tailândia cresceram 30% entre um ano e outro, um cifra estonteante.

Igualmente impressionante foi a tranqüila recuperação dos influxos de capitais após a crise mexicana. Em 1996, os influxos líquidos de capitais privados chegaram a 5% do PIB na Coréia, 6% na Indonésia, 9% na Tailândia e 10% nas Filipinas. A contrapartida eram os déficits na conta de transações correntes (ver gráfico 5.11).

O desempenho econômico admirável da Ásia era uma evidente atração para os investidores estrangeiros, mas o fato de o capital fluir em grande quantidade mesmo para países problemáticos como as Filipinas indicava que havia outros fatores em ação. Entre eles destacou-se o baixo nível das taxas de juros nos principais centros financeiros, o que estimulou uma busca pela rentabilidade. Os custos de emprestar em iene caíram a níveis sem precedentes, em razão de condições financeiras deprimidas no Japão, e os juros efetivos dos investimentos em títulos americanos haviam sido deprimidos pela alta do mercado de ações. Eles tomaram em iene e dólar e investiram em papéis asiáticos de elevada rentabilidade. O fato de que as moedas asiáticas eram fixadas em relação a uma cesta de moedas na qual o dólar detinha o maior peso minimizava o risco de que o lucro desses investimentos fosse varrido por

Figura 5.11
Algumas economias asiáticas: conta de transações correntes
(em porcentagem do PIB)

Fonte: Fundo Monetário Internacional.

movimentos nas taxas de câmbio. E o fato de os governos asiáticos há muito usarem seus bancos como instrumentos de desenvolvimento econômico, canalizando recursos a indústrias favorecidas, os obrigava, em troca, a estender generoso apoio público aos mesmos bancos. Os investidores estrangeiros emprestaram extensivamente a bancos asiáticos, na crença de que se permitiria que estes falissem.

Esta feliz situação foi perturbada por uma série de choques. As taxas de longo prazo do Japão subiram de 2% para 2,5% na primavera de 1997, quando as perspectivas da economia japonesa ficaram temporariamente bri-

lhantes. O dólar subiu em relação ao iene, criando problemas de competitividade para as economias asiáticas em cujas cestas de moedas que orientavam sua política cambial a moeda americana tinha ponderação predominante. O crescimento das exportações estagnou-se, refletindo a desaceleração na Europa, a concorrência chinesa mais intensa e a correção dos estoques da indústria de bens de consumo eletrônicos.

Os investidores não desconheciam tais tendências. A quebra do Bangkok Bank of Commerce, em meados de 1966, serviu como sinal de alerta para os problemas pendentes e anuviou a estabilidade dos sistemas bancários asiáticos. Como a Tailândia mostrara os problemas mais graves de sobrevalorização, bancos locais e internacionais começaram a desfazer suas posições vendidas nos papéis de renda fixa tailandeses. A Bolsa de Bangkok caiu ininterruptamente desde meados de 1996. A moeda tailandesa, o baht, ficou sob crescente pressão.

A crise tailandesa era previsível e foi amplamente prevista. Irrompeu no verão de 1997, quando então o banco central tailandês havia exaurido suas reservas internacionais. O país foi forçado a deixar a moeda flutuar no início de julho. O que não se previu foi a violência com que a crise se espalharia pelos países vizinhos. Depois que as autoridades tailandesas permitiram ao baht flutuar, as pressões especulativas vazaram para as Filipinas, refletindo a dependência vital do país para com os influxos de capital e seu câmbio relativamente rígido atrelado ao dólar. Quando as autoridades Filipinas deixaram o peso flutuar (dez dias depois do baht), a pressão desviou-se para a Indonésia e a Malásia, com os investidores receando que problemas semelhantes se ocultassem também nos sistemas financeiro e empresarial desses países. Jacarta e Kuala Lumpur reagiram permitindo a flutuação de suas moedas para seguirem a queda do baht. O dólar de Hong Kong resistiu a um ataque especulativo, mas a decisão das autoridades de Formosa de permitir, preventivamente, a queda de seu novo dólar, em outubro, lembrou aos investidores que nenhum câmbio fixo estava seguro. Conseqüentemente, aumentou a especulação ante o won coreano e a rúpia da Indonésia. Na Coréia, eleições iminentes e a incerteza sobre a composição e intenções do novo governo trabalharam para intranqüilizar ainda mais os investidores. As autoridades de Seul foram obrigadas a ceder à pressão ampliando a banda de flutuação da moeda de 4,5% a 20% em novembro. E a queda contínua do won aumentou as preocupações com outras moedas, como a rúpia.

A crise na 11ª maior economia do mundo foi controlada somente quando, em dezembro, um novo governo foi eleito, dispondo-se a implementar as recomendações do FMI para que bancos e empresas insolventes fossem fechados, e quando os governos do G-7 convenceram bancos internacionais que haviam facilitado empréstimos de curto prazo à Coréia a renovar tais créditos, dando tempo ao novo governo de iniciar as reformas. O contraste com a Indonésia, cujo governo foi incapaz de mostrar a mesma resolução, era menos tranqüilizador, e a hemorragia de capitais prosseguiu nesse país. Tais problemas culminaram com uma corrida ao sistema bancário — residentes trocaram os depósitos por moeda numa rapidez tão grande que o governo praticamente não conseguia imprimir dinheiro na velocidade suficiente para satisfazer a demanda, apesar de a casa da moeda trabalhar 24 horas por dia — e a declaração de uma moratória efetiva da dívida em 27 de janeiro. Enquanto escrevo, a crise na Indonésia não dá sinais de arrefecer.

Sir Walter Raleigh escreveu que aqueles que seguem muito de perto os calcanhares da História correm o risco de levar um pontapé nos dentes. Com tal observação em mente, três importantes lições da crise asiática são claras. Primeira: países com sistemas bancários fracos são particularmente propensos a crises cambiais. Na raiz da crise asiática estava a manipulação dos sistemas financeiros por parte dos governos, a fim de promover suas estratégias de desenvolvimento nacional. O que atou seus bancos a empréstimos economicamente inviáveis e levou as autoridades a os avalizar como contrapartida. Os investidores estrangeiros, acreditando que a boa fé e o crédito do governo estavam por trás dos depósitos bancários, não puderam resistir às altas taxas de juros oferecidas pelas instituições financeiras regionais. Quando a crise revelou a fraqueza dessas instituições e a incapacidade do próprio governo central de as sustentar, os investidores brigaram pelas saídas.[82] Tal situação, por sua vez, enfraqueceu a taxa de câmbio. Assim, a crise bancária e a crise cambial alimentaram uma à outra numa espiral viciosa. A este respeito, comentaristas foram corretos em comparar as crises da Tailândia e da Coréia de 1997 à crise do banco austríaco Credit Anstalt em 1931.

Segunda: a crise asiática fornece ainda outra lembrança da velocidade e extensão do contágio. A crise tailandesa pode ter sido prevista, mas não as

[82] Krugman (1998) oferece um modelo deste processo, que caracteriza como uma alternativa aos modelos de ataques tanto daqueles calcados em fundamentos econômicos, quando daqueles das profecias que se autocumprem. De fato, seu modelo é prontamente interpretado em termos de ataques que se autocumprem: o que o faz funcionar é a suposição de que o governo pode resgatar os bancos só uma vez. Se, por qualquer razão, há uma fuga de capitais, obrigando o governo a salvar os bancos, significa que o último, subseqüentemente, deve se sustentar sozinho. O risco de investir no país torna-se correspondentemente maior e o nível de investimento estrangeiro regular é correspondentemente menor, validando a fuga de capitais que precipitou a crise.

de seus vizinhos. A desvalorização competitiva foi um canal de transmissão, porém a Tailândia era muito pequena para que a nova competitividade de suas exportações desestabilizasse toda uma região. O fato de que os bancos coreanos deram empréstimos a companhias indonésias forneceu outra ligação, assim como os empréstimos de bancos alemães à Áustria facilitaram a disseminação da crise de 1931. Mas, certamente, o mais importante foi a revisão geral das percepções do modelo asiático. A crise tailandesa lembrou aos investidores que taxas cambiais fixas podem mudar e que bancos podem quebrar. Se isso valia para a Tailândia, também valeria para outros países. Então, seria sensato reduzir a exposição financeira à região.

Terceira: a crise asiática mais uma vez ilustra as pressões em favor de maior flexibilidade cambial. Como os países asiáticos passaram do estágio de crescimento extensivo — onde o problema de política econômica é mobilizar poupança e recursos no maior volume possível de investimento físico — para o estágio de crescimento intensivo — onde o desenvolvimento requer inovação, produtividade, crescimento e capital de risco —, os países da região não têm outra escolha senão liberalizar seus sistemas financeiros. E com a liberalização financeira doméstica vem a inevitável ampliação da mobilidade do capital, salientando a fragilidade das paridades fixas. Com o descontrole dos sistemas bancários, a necessidade de um emprestador de última instância doméstico torna-se mais premente, obrigando governos a escolher entre estabilizar o sistema bancário e estabilizar a taxa de câmbio. E com a democratização, a habilidade dos governos de subordinar outros objetivos de política econômica à estabilização da taxa de câmbio torna-se coisa do passado.[83] Por todas essas razões, na Ásia, como em outras partes do mundo, a maior flexibilidade da taxa de câmbio com quase toda a certeza está aí para ficar.

Conclusões

O quarto de século que se seguiu ao desmoronamento do Sistema de Bretton Woods trouxe ambições frustradas e concessões penosas. Os esforços para reconstruir um sistema de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis fracassaram repetidas vezes. A raiz do fracasso está na inelutável escalada na mobilidade do capital internacional, que fragilizou as âncoras cambiais e dificultou os ajustes periódicos. A mobilidade do capital aumentou a pressão sobre os países de moedas fracas que procuravam defender suas âncoras. Essa mobilidade intensificou a relutância das nações de moedas fortes em oferecer ajuda, em vista da magnitude sem precedentes das operações de intervenção necessárias. Um número crescente de governos se viu forçado a praticar um câmbio flutuante.

Muitos não gostaram nem um pouco desse quadro. As economias dos países em desenvolvimento com mercados financeiros rarefeitos acharam difícil resistir às conseqüências das oscilações voláteis da taxa de câmbio. A flutuação das moedas prejudicou os esforços dos membros da Comunidade Européia para forjar um mercado europeu integrado. Até mesmo os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão perderam a fé na capacidade dos mercados de levar suas taxas de câmbio bilaterais para níveis adequados na ausência de intervenções nos mercados de câmbio.

Essa insatisfação com a livre flutuação do câmbio estimulou várias medidas parciais para limitar as flutuações das moedas. Mas se houve uma lição comum resultante das propostas de Shultz-Volcker para ampliar Bretton Woods com um sistema de indicadores de reservas, da Serpente européia da década de 70, do Sistema Monetário Europeu e do regime de intervenções coordenadas estabelecido nos encontros Plaza-Louvre, essa lição foi a percepção de que medidas limitadas não terão sucesso num mundo de mobilidade ilimitada do capital. Num mundo de alta mobilidade do capital, o câmbio fixo exige um tipo de reformas radicais que os governos compreensivelmente relutam em adotar, mesmo na Europa, onde mais de quarenta anos de progresso rumo à integração política e econômica vêm preparando o terreno.

[83] A defesa da caixa de conversão de Hong Kong serve de contra-exemplo. O fato de que Hong Kong não chega a ser uma democracia normal deixa suas autoridades em condições extraordinariamente fortes de perseguir a estabilidade cambial, em detrimento de outros objetivos. O fato de que os bancos são de tal forma internacionalizados significa que muitos têm seus próprios emprestadores de última instância, nomeadamente, a matriz estrangeira, liberando o governo da pressão de abandonar a estabilidade cambial a fim de agir como emprestador de última instância.

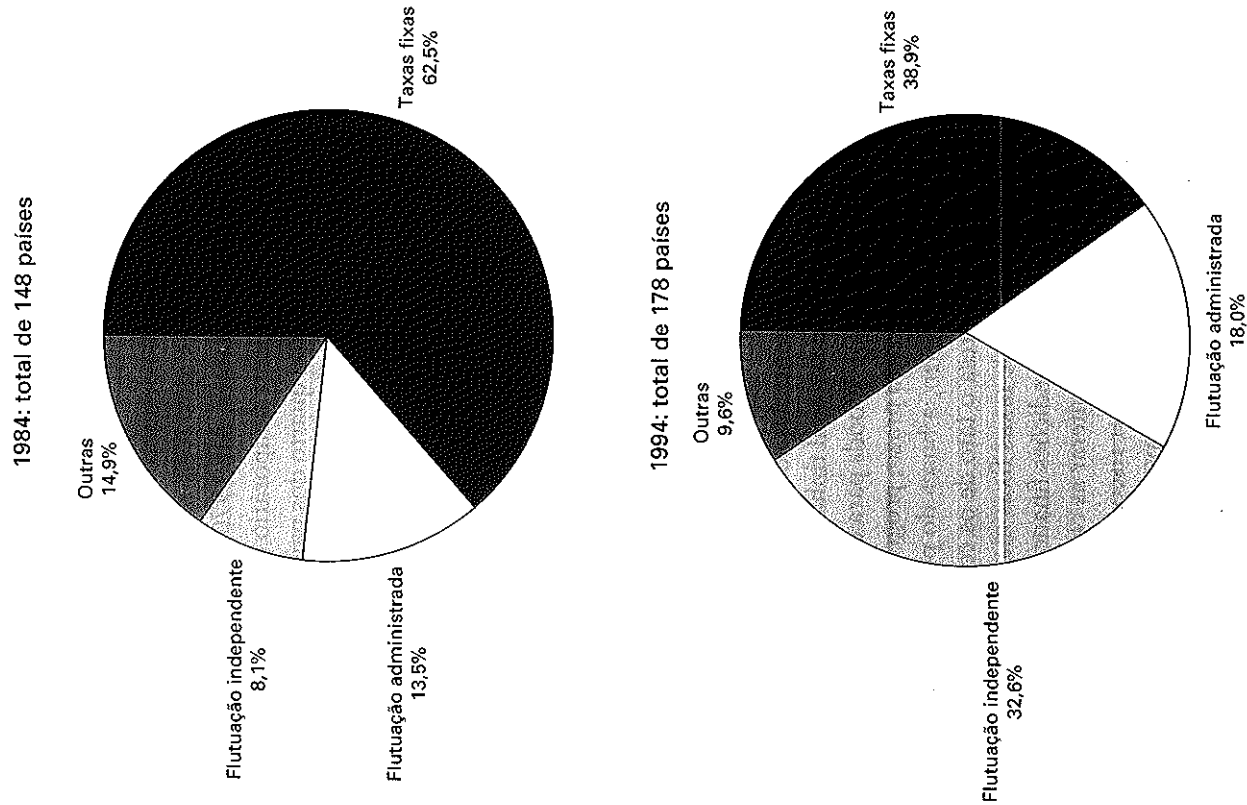
6. CONCLUSÃO

O quarto de século que se seguiu ao desmoronamento do Sistema Bretton Woods de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis assistiu a um movimento incessante em direção a moedas flutuantes. Até 1970 não se falou em câmbio flutuante, exceto como um expediente temporário em circunstâncias extraordinárias. Mas em 1984 cerca de um quarto dos países membros do FMI já tinham adotado taxas flutuantes. No final de 1994 a proporção dos países que operavam sistemas com taxas administradas e de flutuação independente tinha crescido para mais de 50% (ver gráfico 6.1). Os países que continuam mantendo o sistema de câmbio fixo geralmente o fazem dentro de bandas cada vez mais largas.

Essa tendência para taxas de câmbio mais flexíveis que caracterizou o pós-guerra é uma conseqüência direta da crescente mobilidade internacional do capital. Após a Segunda Guerra Mundial os mercados de capital internacionais se acalmaram. A lembrança da crise internacional da dívida na década de 30 e o fato de não terem sido ainda solucionados os problemas de inadimplência envolvendo emissões de títulos de dívida externa desestimulavam os investidores a voltar seus olhos para o exterior. Aqueles que poderiam tê-lo feito foram contidos por controles sobre fluxos internacionais de capital. A manutenção de controles de capital tinha sido autorizada nos Artigos de Acordo negociados em Bretton Woods para conciliar a estabilidade do câmbio com outros objetivos: no curto prazo, programas conjuntos de reconstrução no pós-guerra; a longo prazo, a busca do pleno emprego.

Assim, não deveria causar surpresa o fato de os controles serem essenciais para o Sistema Bretton Woods, de taxas fixas mas ajustáveis. Os controles afrouxavam o vínculo entre as condições financeiras internas e externas; davam aos governos liberdade para alterar as condições financeiras internas na busca de outros objetivos sem criar riscos imediatos para a estabilidade do câmbio. Os controles não eram impermeáveis a ponto de dispensar os ajustes no câmbio quando as condições internas e externas divergissem, mas proporcionavam a folga necessária para promover realinhamentos periódicos controlados e asseguravam a sobrevivência do sistema.

Os controles sobre os movimentos do capital eram também considera-

Gráfico 6.1
Políticas de câmbio, 1984 e 1994
(porcentagem do total mundial)

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estatísticas Financeiras Internacionais*, fevereiro de 1985 e maio de 1995.

dos necessários para a reconstrução do comércio internacional. Se movimentos voláteis de capital desestabilizassem as moedas, os governos as defenderiam elevando as tarifas e reduzindo as quotas de importação. Se determinados países desvalorizassem suas moedas, seus vizinhos retaliariam reajustando suas próprias tarifas e quotas. A lição aprendida na década de 30 foi que a instabilidade monetária era incompatível com um sistema multilateral de livre comércio internacional. Na mesma medida em que a recuperação do comércio era necessária para a restauração da prosperidade e do crescimento globais, também o eram a estabilidade das moedas e, conseqüentemente, os limites aos fluxos de capital.

Mas a combinação de livre comércio e restrições financeiras não era dinamicamente estável. Depois da restauração da conversibilidade dos balanços de pagamentos, no final da década de 50, os governos descobriram como era difícil verificar que uma determinada compra de divisas estrangeiras tinha sido realizada para fins relacionados ao comércio, e não com objetivos de especulação monetária. E na medida em que as transações internacionais foram sendo liberalizadas tornou-se impossível manter os mercados internos rigorosamente regulados. Quando os mercados financeiros entraram na lista dos que estavam tendo seus controles retirados, abriram-se novos canais através dos quais o capital podia fluir, e a exeqüibilidade de controlar os movimentos internacionais de capital diminuiu na mesma medida.

Como conseqüência, cresceram as pressões sobre o Sistema de Bretton Woods de taxas atreladas mas ajustáveis. Os governos não podiam considerar a desvalorização sem provocar um maremoto desestabilizador nos fluxos de capital. Ajustes de paridade durante o período da conversibilidade no balanço de pagamentos foram poucos e espaçados. Sabendo que os países deficitários hesitariam em promover ajustes, os países superavitários, receosos da magnitude do custo, relutavam em oferecer ajuda. E a liberdade dos governos para praticar políticas macroeconômicas independentes era limitada pelo aumento da mobilidade do capital. Tão logo surgissem dúvidas sobre a disposição desses países em sacrificar outros objetivos no altar do câmbio, a defesa da moeda poderia exigir aumentos nas taxas de juro e outros penosos ajustes nas políticas econômicas que seriam insuportáveis em termos de desgaste político. As vítimas seriam a confiança na estabilidade da moeda e, em última análise, a própria estabilidade.

A mesma dinâmica instável é evidente na evolução do Sistema Monetário Europeu, construído pelos membros da Comunidade Européia depois do colapso de Bretton Woods. A estabilidade do câmbio era considerada necessária para o perfeito funcionamento da união aduaneira européia e para a

criação de um mercado europeu verdadeiramente integrado. Para dar suporte à estabilidade do câmbio entre os países europeus, os controles de capital foram mantidos quando o SME foi instituído. Os controles davam autonomia à política interna e uma folga para a organização de realinhamentos. Mas, novamente, a combinação de livre comércio e restrições financeiras não era dinamicamente estável. A liberalização de outras transações entre países europeus, que era, em última análise, a razão de ser da Comunidade Européia, solapou a eficácia dos controles, eles mesmos incompatíveis com o objetivo da construção de um mercado europeu único. Quando eles deixaram de existir, no início da década de 90, o resultado foi um SME rígido e frágil. Então, a recessão de 1992-93 venceu essas contradições. Os negociantes de moedas sabiam que num ambiente de alto desemprego os governos tinham uma capacidade política limitada para elevar as taxas de juros e adotar as outras políticas de austeridade necessárias para a defesa de suas âncoras cambiais. Quando vieram os ataques, os governos foram forçados a abandonar o SME de banda estreita e passar para um sistema mais flexível, de bandas largas e câmbio flutuante.

A conclusão óbvia é que a tendência para um câmbio mais flexível é uma conseqüência inevitável da maior mobilidade do capital internacional. É importante, portanto, relembrar períodos históricos anteriores, como o do padrão ouro clássico, quando a alta mobilidade do capital internacional não impediu a manutenção de um câmbio estável. Antes da Primeira Guerra Mundial, na maioria dos países não havia dúvidas quanto à prioridade da ancoragem ao padrão ouro. Havia uma consciência muito pequena de que a política dos bancos centrais poderia ser dirigida para alvos como o desemprego. E o impacto dessa consciência sobre as políticas era pequeno, tendo em vista os limitados direitos de cidadania, a fraqueza dos sindicatos e a ausência de representantes de partidos trabalhistas nos parlamentos. Não havendo dúvida sobre a disposição e a capacidade dos governos de defender suas âncoras cambiais, o capital fluía em direções estabilizadoras ao reagir a choques. Os trabalhadores e as empresas levaram os salários a se ajustar porque sabiam haver poucas perspectivas de uma mudança na taxa de câmbio para suprimir as conseqüências dos custos dos desequilíbrios. Juntos, esses fatores atuaram como um círculo virtuoso que emprestava credibilidade ao compromisso para com o câmbio fixo.

A credibilidade desse compromisso eliminava a necessidade de recorrer aos controles de capital para proteger os governos das pressões dos mercados capazes de produzir uma crise. As autoridades podiam dar os passos necessários para defender a moeda sem sofrer graves conseqüências políticas. Por

estarem cientes desse fato, os mercados já se inclinavam menos a atacar a moeda. Em certo sentido, limites à extensão da democracia substituíram os limites ao grau de mobilidade do capital como fonte de proteção. Com a ampliação do direito de voto e a queda da eficácia dos controles, essa proteção desapareceu, tornando mais cara e difícil a manutenção do câmbio fixo.

Não seria correto dizer que essa tendência foi inteiramente imprevista. Como mencionado na introdução, Karl Polanyi, entre outros, escrevendo mais de meio século atrás, expôs como o funcionamento do sistema de câmbio fixo tinha sido complicado pela politização do ambiente das políticas econômicas.[1] Polanyi viu a disseminação do sufrágio universal e do fortalecimento da representatividade democrática como uma reação contra a tirania das forças de mercado que o padrão ouro havia ajudado a impor. A conseqüente politização do ambiente da condução de políticas econômicas, reconheceu ele, havia destruído a viabilidade do próprio padrão ouro.

Assim, depois da Segunda Guerra Mundial, a criação de um sistema de flexibilidade administrada em que os controles de capital conciliavam o desejo de estabilidade do câmbio com a busca de outros objetivos não deve ter surpreendido Polanyi. E nem a politização do ambiente de política econômica. O que, presumivelmente, o surpreendeu foi o vigor com que a ressurgência das forças de mercado comprometeu a eficácia dos controles de capital e como essas forças anularam os esforços dos governos para administrar suas moedas. É compreensível que nem ele, nem John Maynard Keynes, Harry Dexter White e os outros arquitetos do sistema monetário internacional do pós-guerra, trabalhando no período que se seguiu à Grande Depressão, tenha avaliado plenamente o vigor do mercado ou previsto em que medida os mercados frustrariam os esforços de apertar o controle da atividade econômica e, no caso das taxas de câmbio, de usar os controles de capital como base para a administração das políticas.

Uma conseqüência da inesperada capacidade de recuperação do mercado foi, portanto, a adoção de taxas de câmbio mais flexíveis ocorrida após 1971. Para as grandes economias como a dos Estados Unidos e do Japão essa é uma condição suportável. As economias relativamente grandes e relativamente fechadas são capazes de perseguir os objetivos internos necessários num mundo polanyiano sem sofrer dificuldades intoleráveis resultantes de oscilações cambiais. Assim, há boas razões para pensar que as moedas desses países continuarão a flutuar umas em relação às outras. Para a maioria das econo-

[1] Polanyi (1944), pp. 133-4, 227-9 e *passim*.

mias menores e mais abertas, porém, os custos da flutuação são difíceis de suportar. Embora os constrangimentos políticos internos impeçam a manutenção bem-sucedida de âncoras cambiais unilaterais, exceto em circunstâncias excepcionais, mudanças súbitas no câmbio impõem custos quase insuportáveis e se constituem em obstáculos para alcançar objetivos econômicos domésticos. Quando países menores são fustigados pela turbulência do mercado cambial, eles tendem a estabelecer acordos de cooperação que amarrem suas moedas à de um vizinho maior. Esse desejo já é evidente na Europa, através do esforço de formação de uma união monetária centrada na República Federal da Alemanha. É possível imaginar que, com o tempo, tendências semelhantes surgirão no hemisfério ocidental e na Ásia, e que os Estados Unidos e o Japão estarão no centro dos seus respectivos blocos monetários. Mas uma conclusão feliz para esta história continua a ser, na melhor das hipóteses, uma perspectiva distante.

GLOSSÁRIO

Acordo de "stand-by" (stand-by arrangement) — Um procedimento do FMI adotado em 1952 permitindo a um país negociar antecipadamente seu acesso a recursos do Fundo até limites especificados, sem ficar sujeito a uma reavaliação de sua posição na ocasião do saque.

Acordo Geral Sobre Empréstimos (General Arrangements to Borrow) — Linhas de crédito estabelecidas em 1962 pelos países industrializados com a função de emprestar suas moedas uns aos outros através do FMI.

Acordos de "swap" (swap arrangements) — Acordos entre bancos centrais segundo os quais países de moedas fortes fornecem ativos externos a países de moedas fracas.

Área da libra esterlina (sterling area) — Área compreendendo os países que, a partir da década de 30, atrelaram suas moedas à libra esterlina e mantiveram suas reservas internacionais em Londres.

Balança comercial (balance of trade) — A diferença entre as exportações e as importações de mercadorias. Uma diferença positiva (negativa) indica um superávit (déficit) de comércio.

Balanço de pagamentos (balance of payments) — Registra as transações de um país com o mundo exterior. Divide-se em diversas contas, especialmente a conta corrente e a conta de capital. Esta inclui a balança comercial, que registra o balanço de importações e expotações.

Banco central (central bank) — Banco do governo. O banco ao qual cabe a responsabilidade de operar o padrão monetário.

Banco Central Europeu (European Central Bank) — Banco central que passará a existir quando do início do Estágio III do processo de unificação monetária européia.

Bank rate — Ver taxa de redesconto de um banco central.

Base monetária (monetary base) — A definição estrita de meios de pagamento, compreendendo, geralmente, dinheiro, depósitos de bancos no banco central e ativos monetários de curto prazo.

Bloco do ouro (gold bloc) — Conjunto de moedas dos países que continuaram aderindo ao padrão ouro depois que a Grã-Bretanha e cerca de outros 25 países abandonaram o padrão em 1931.